

好未来(TAL)

报告日期: 2024 年 03 月 25 日

重整旗鼓、积极转型，引领行业发展

——好未来公司深度报告

投资要点

- ❑ 好未来作为国内教育培训行业的龙头企业，“双减”后率先发展素养教育业务，依托原有教学和技术资源沉淀，拓展学习机、大模型、技术解决方案、智能教辅等业务。素养教育业务已逐渐跑通，学习机有望成为新的增长曲线，口碑驱动+标准化体系+重视技术变革，好未来有望继续引领新一轮行业周期。
- ❑ 教育龙头积极转型，重整旗鼓再出发
 - 1) 复盘好未来的历史，在“双减”之前，好未来 FY2010-FY2021 营业收入 CAGR 高达 46%，源自优质教育服务铸就口碑所带来的良性循环，标准化的师资和教研体系下，为规模化的扩张保驾护航。“双减”后好未来全面转型素质教育、直播电商、教育科技等多元业务体系。
 - 2) 教育刚需属性凸显、素养业务逐渐跑通、学习机产品热销带动下，好未来 FY2024Q3 收入实现 3.7 亿美元，同比增长 60.5%；学习机等业务市场投入，利润率阶段性承压，经营杠杆带动下盈利能力有较大提升空间。
- ❑ 学习服务：转型发展素养教育和布局海外市场
 - 1) 素养教育发展正当时：从最新的《校外培训管理条例》看，明确将校外培训定位于有益补充，素养教育满足提高学习兴趣、效率的切实需求，我们测算非学科培训市场规模 2025 年有望达到 4636.6 亿元（22-25 年 CAGR=23%）。
 - 2) 国内素养业务：学而思培优+学而思网校同步转型，依托 20 年教研沉淀，率先转型摸索出素养课程体系，竞争格局优化下盈利能力得到改善，稳步推进网点扩张，仍有较大的拓展空间。
 - 3) Think Academy：教研能力复用+强大师资力量，铸就较好口碑进行获客。教育出海潜力较大（海外华人不断增长），差异化切入数学赛道（更标准、面向群体更多），或率先跑通模型。
- ❑ 内容解决方案：学习机有望成为第二成长曲线，重视变革布局 AI
 - 1) 学习机：好未来凭借内容优势，迅速崛起跻身行业头部，根据天猫、京东和抖音电商数据，学而思学习机 2023 年电商销售额预计达到 16 亿元。展望未来，探索订阅制付费或极大改善学习机盈利能力。
 - 2) MathGBT：打造国内首个数学大模型，目前已应用于学习机产品，我们认为 AI 行业发展趋势明确，好未来重视技术变革，探索 AI 赋能个性化教学新模式，为未来发展打下基础。
- ❑ 盈利预测与估值

好未来作为教育行业龙头，重整旗鼓、积极转型，素养教育、海外培训、学习机等新业务逐渐成为增长驱动力，我们预计好未来 FY2024-FY2026 年营业收入分别达到 14.49/19.79/24.52 亿美元，对应增速分别达到+42%/+37%/+24%。

预计好未来 FY2024-FY2026 Non-GAAP 归母净利润分别达到 67.5/175.8/280.2 百万美元，对应 Non-GAAP 归母净利润率分别达到 4.7%/8.9%/11.4%，对应 PE 分别为 107.1x/41.1x/25.8x。

估值分析：目前好未来线下网点数具备较大的开拓空间，我们认为应当从成长性角度看待好未来的估值体系，2025 财年 PEG 低于行业平均。我们认为好未来有望引领新一轮周期，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ❑ 风险提示

新业务发展不及预期；非学科培训市场竞争加剧；学习机市场竞争加剧；

投资评级：买入(首次)

分析师：段联
执业证书号：S1230524030001
duanlian@stocke.com.cn

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

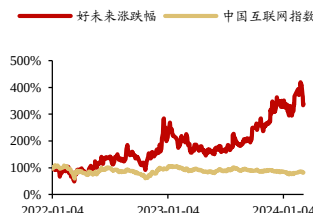
研究助理：陈钊
chenzhao01@stocke.com.cn

研究助理：刘梓晔
liuziye@stocke.com.cn

基本数据

收盘价(美元)	11.34
总市值(亿美元)	72
总股本(亿股)	2.12

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	1020	1449	1979	2452
(+/-) (%)	-77%	42%	37%	24%
归母净利润	-136	-43	64	167
(+/-) (%)	/	/	/	160%
每股收益(美元)	-0.64	-0.20	0.30	0.79
P/E	/	/	112.6	43.3

资料来源：浙商证券研究所 注：市值时间采用 2024 年 3 月 25 日

正文目录

1 教育龙头积极转型，重整旗鼓再出发	6
1.1 发展历程：引领教育行业发展，重视口碑服务行稳致远	6
1.2 管理层：行业经验丰富，定位于持续创新的组织	8
1.3 财务分析：素养教育+学习机共驱增长，利润率阶段性承压	10
2 学习服务：转型发展素养教育和布局海外市场	12
2.1 国内素养业务需求较强，拓展空间仍广	12
2.1.1 满足合理校外培训需求，素养教育正当时	12
2.1.2 率先转型发展素养教育，致力于培养学习能力	16
2.1.3 稳步推进网点扩张，拓展空间较大	19
2.2 Think Academy：率先教育出海，复用教研能力	20
3 内容解决方案：发展学习机和布局 AI	22
3.1 学习机：有望成为第二成长曲线	22
3.1.1 学而思凭借内容优势，已跻身头部品牌	22
3.1.2 探索订阅制付费，利润率有优化空间	25
3.2 智能教辅：内容资源沉淀，打造交互式学习场景	26
3.3 MathGBT：国内首个数学大模型，探索个性化教学	27
4 技术解决方案：拓展 B 端业务，技术资源输出	28
5 盈利预测与估值	30
5.1 盈利预测	30
5.2 估值分析	31
6 风险提示	32

图表目录

图 1: 好未来发展历程: 转型发展素质教育与教育科技.....	6
图 2: 学而思业务体系覆盖学习服务、内容解决方案等.....	7
图 3: 好未来 FY2010-FY2021 营业收入 CAGR 高达 46% (万美元).....	8
图 4: 好未来公司股权关系.....	8
图 5: 好未来公司愿景从“成为受尊敬的教育机构”变为“成为持续创新的组织”.....	9
图 6: 好未来 FY2023-FY2026 预计收入 CAGR=34% (千美元).....	10
图 7: 好未来 FY23 内容解决方案收入占比提升至 16%.....	10
图 8: 好未来 FY24Q3 收入同比+60.5% (千美元).....	10
图 9: 好未来 FY24Q3 递延收入同比+79% (千美元).....	10
图 10: 好未来目前毛利率受结构变化、费用率较为稳定.....	11
图 11: 好未来利润率有所修复 (千美元).....	11
图 12: 好未来“双减”后职工人数大幅调整.....	11
图 13: 好未来利润率有较大提升空间.....	11
图 14: 教育政策复盘: 走向规范化发展、学科和非学科分类管理.....	12
图 15: 教培政策关于学科培训和非学科培训的管理体系逐渐清晰和完善.....	13
图 16: “双减”后 K9 学科类培训机构市场出清 (22 年 10 月).....	13
图 17: 义务教育阶段校外培训机构以非学科为主 (2024.3.18).....	13
图 18: 22 年非学科类课外培训参培率较“双减”前大幅提升.....	14
图 19: 双减后增报非学科培训班原因多样.....	14
图 20: 非学科培训市场规模测算: 2025 年有望达 4636.6 亿元 (22-25 年 CAGR=23%).....	15
图 21: 好未来素养课程旨在培养孩子面向未来的创新能力和科学家精神.....	16
图 22: 好未来素养课程体系涵盖科学思维、人文创作等.....	17
图 23: 好未来科学思维课程和人文美育课程不断引导孩子进行主动思考和探索.....	18
图 24: 教育产品 UE 模型拆解.....	18
图 25: 截止 24 年 1 月末全国登记的非学科营牌照约 8.5 万张.....	19
图 26: 非学科培训课程以兴趣特长类为主 (2024.3.18).....	19
图 27: 好未来学习中心数量 (个).....	20
图 28: 头部教育企业仍有较大门店拓展空间.....	20
图 29: 好未来“双减”前单店收入伴随面积扩大而不断提高.....	20
图 30: 美国华人人口 2010-2022 年 CAGR=3.4%.....	21
图 31: Think Academy (美国) 数学学习体系完备.....	21
图 32: 好未来海外教培业务保持高增速.....	22
图 33: 中国智能学习设备 TO C 市场规模 (十亿元).....	23
图 34: “双减”后中国学习平板出货量增长明显.....	23
图 35: 百度、学而思等平板电脑品牌崛起.....	24
图 36: 学而思学习机在自研内容侧寻求差异化.....	24
图 37: 学而思学习机电商销售额快速爬升.....	25
图 38: 学而思学习机已成为头部品牌.....	25
图 39: 学习机经营模式中租赁模式与卖断模式盈利能力比较.....	25
图 40: 学而思秘籍等图书.....	27
图 41: 学而思图书融合视频资料.....	27
图 42: 好未来旗下 MathGBT 解题案例.....	27

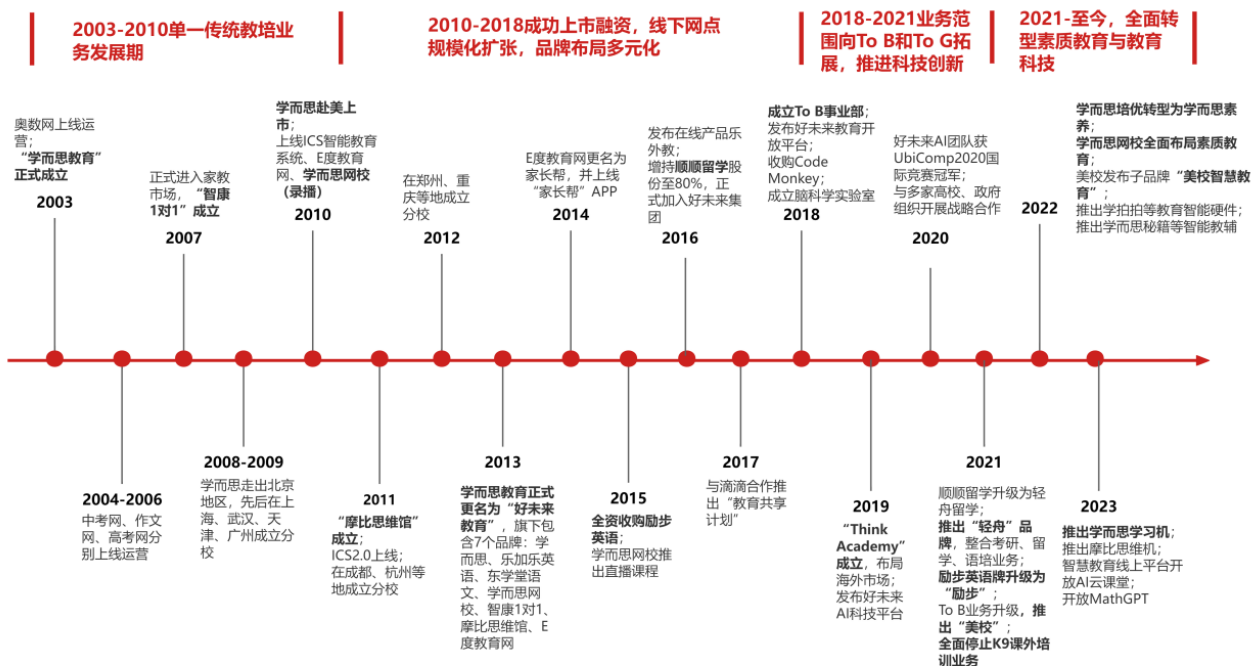
图 43: 好未来旗下 MathGBT 的正确率较为领先.....	28
图 44: 好未来、科大讯飞、小度学习机目前 AI 功能的主要落地场景	28
图 45: 好未来未来学校业务旗下直播云与教研云介绍	29
图 46: 2019 年教育培训 To B 行业市场规模接近 270 亿元.....	29
图 47: 教育 To B 工具市场梳理	30
图 48: 教育 To B 内容市场梳理	30
图 49: 好未来和新东方历史估值数据	32
表 1: 好未来管理层具备丰富的行业经验	9
表 2: 非学科素养类培训以体验式、探究式、项目式为主	14
表 3: 学而思、学而思网校和新东方的素养课程比较	17
表 4: 国内教育公司出海: 针对华裔主要以中文课教授为主	21
表 5: 学习机产品对比	23
表 6: 不同商业模式下公司盈利能力比较	26
表 7: 好未来收入预测: FY2023-FY2026CAGR=34% (百万美元)	30
表 8: 好未来利润预测: 盈利能力不断修复 (百万美元)	31
表 9: 可比公司估值	32
表附录: 三大报表预测值	33

1 教育龙头积极转型，重整旗鼓再出发

1.1 发展历程：引领教育行业发展，重视口碑服务行稳致远

好未来（NYSE: TAL）的前身学而思成立于2003年，2010年在美国纽交所正式挂牌交易。2021年“双减”政策后，好未来剥离K9学科培训业务，积极进行转型。目前，好未来旗下拥有学而思素养、学而思网校、Think Academy、未来学校、学而思优品等多元业务体系。复盘好未来的发展，可以分为以下四个阶段：

图1：好未来发展历程：转型发展素质教育与教育科技



资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

1) 2003-2010 单一传统教培业务发展期。2003年创始人张邦鑫与合伙人共同创办数学论坛“奥数网”，并在北京开设第一课堂小学课外数学辅导班。同年成立“学而思教育”（好未来的前身），专注于小初高年级的课外培训。2007年开始，学而思走出北京区域，逐渐向外拓展线下业务，截止至2010年已相继在上海、武汉、天津、广州、深圳等地成立五所分校。在此期间，2007年开始研发ICS教学系统，意图设计标准化的教学流程。

2) 2010-2018 成功上市融资，线下网点规模化扩张，品牌布局多元化。2010年，学而思在美国纽交所上市，成为中国第二家在美上市的教育企业。上市后学而思开始在全国规模化扩张线下网点，从FY2011的6个城市的132家学习中心扩张至FY2018的42个城市的594家学习中心。与此同时完善业务体系，除了主品牌学而思，还有乐加乐英语、东学堂语文、智康1对1、学而思网校、摩比思维馆、励步英语、顺顺留学等品牌，业务版图覆盖学前、K12、留学、成人。

3) 2018-2021 发力网校业务，同时业务范围向 To B 和 To G 拓展。伴随互联网教育的发展，学而思逐渐发力网校业务，探索出直播+辅导的双师模式，收入占比从FY2018Q4的8.4%提升至FY2021Q4的32%，成为收入增长的重要驱动力。与此同时，2018年好未来成立了To B事业部，并推出“未来魔法校”，依托自身办学实践经验和科技技术成果，为

K12 校外培训机构提供双师课堂、AI 教室、内容平台等解决方案，赋能中小教培机构。2018-2020 年，好未来不断加大对教育科技的投入，先后成立脑科学实验室、博士后科研工作站，并与高校以及政府组织开展战略合作，建设智慧教育开放创新平台、开放性在线学习系统等。

4) 2021-至今，全面转型素质教育、直播电商、教育科技等多元业务体系。2021 年受“双减”政策影响，好未来等教育企业全面停止了 K9 学科类校外培训业务，向素养化教育和教育科技化转型。目前，好未来的主要收入来源集中于学习服务、内容解决方案和技术解决方案三个业务板块。目前学习服务为主要收入来源（占比 75%），学而思培优、学而思网校转型发展素养业务，与此同时发展 Think Academy 布局海外培训。内容解决方案等业务逐渐起量，2023 年初推出学而思学习机，迅速成为爆款产品，有望成为第二成长曲线。另外还推出 MathGPT 布局教育科技领域。

图2：学而思业务体系覆盖学习服务、内容解决方案等



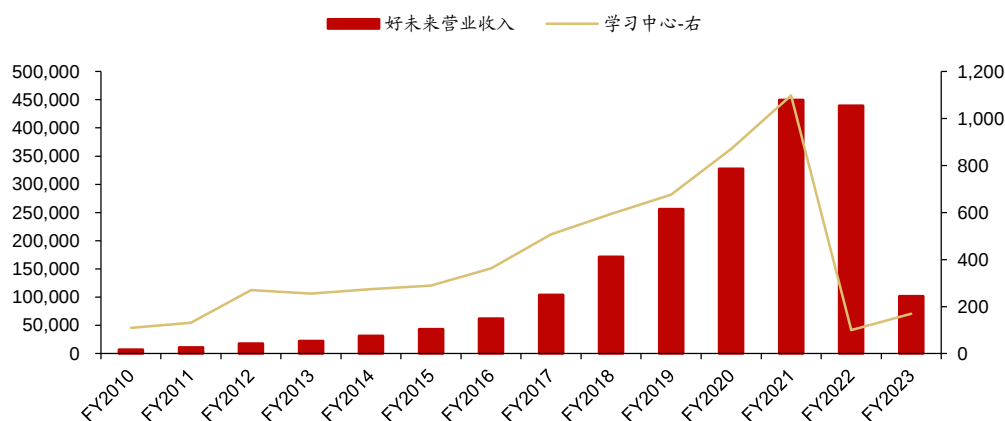
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

在“双减”之前，好未来 FY2010-FY2021 营业收入 CAGR 高达 46%，探究好未来过去高速增长的来源，我们认为源自优质教育服务铸就口碑所带来的良性循环，标准化的师资和教研体系下，为规模化的扩张保驾护航（FY2010-FY2021 学习中心数量 CAGR=23%）。

在教师培养上，①好未来采用“中央厨房式的教研”：如 2007 年起研发 ICS 教学系统、重视教研投入降低对名师的依赖；②标准化师资供给：招聘名校学生并自主培养，根据学而思官方数据显示，2018 年在学而思 3000 多人的教学团队中，10%来自清北高校，近 70%的老师来自其他“985”或“211”高校。

在把控教育服务质量及营造教学口碑上，好未来对校区和团队考察上设置三项制度，分别是三率制度（续报率、满班率和退费率）、家长旁听制度、灵活退费制度。教育本身是一个“慢生意”，好未来并非是自下而上设置目标来实现增长，而是自上而下把控教育服务质量形成内生的增长动力。

图3: 好未来 FY2010-FY2021 营业收入 CAGR 高达 46% (万美元)

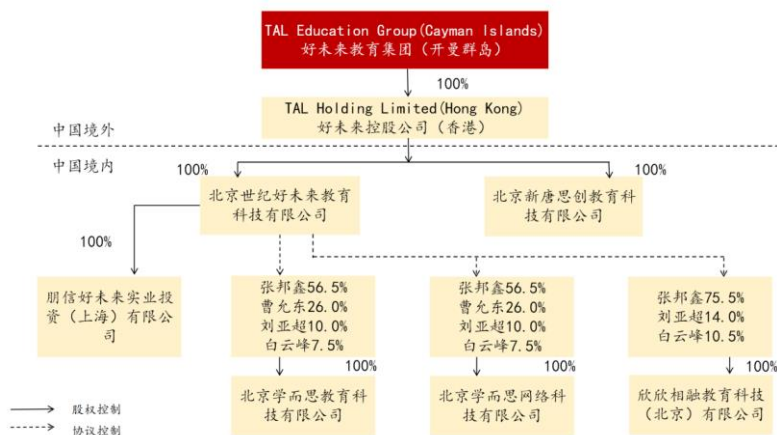


资料来源: 公司公告, 彭博, 浙商证券研究所

1.2 管理层: 行业经验丰富, 定位于持续创新的组织

公司创始人张邦鑫担任董事会主席, 目前核心高管团队已稳定。2021 年好未来集团以及事业部管理团队迎来了重大调整, 目前以董事会主席&CEO 张邦鑫、总裁兼 CFO 彭壮壮、COO 刘亚超、CTO 田密等人为核心的集团管理团队已经稳定。根据公司年报, 截止至 2023 年 4 月 30 日, 张邦鑫拥有好未来教育集团 26.7% 的普通股和 72.1% 的投票权, 刘亚超拥有好未来教育集团 4.2% 的普通股和 5.4% 的投票权, 白云峰拥有不到 1.0% 的普通股和不到 1.0% 的投票权。

图4: 好未来公司股权关系



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所注: 根据公司年报, 截止至 2023 年 4 月 30 日

核心高管团队拥有丰富管理经验, 新业务开拓能力较强。张邦鑫、刘亚超均为好未来创始人, 对业务运作极为熟悉, 能够高效、及时地把控集团战略发展。此外, 总裁兼首席财务官彭壮壮、首席技术官田密亦履历丰富。好未来管理层带领团队积极探索业务转型, 目前素养业务、学习机等新业务逐渐成为新的增长驱动力, 进入新的增长阶段。

表1: 好未来管理层具备丰富的行业经验

管理层	职务	介绍
张邦鑫	董事会主席兼首席执行官	好未来创始人，自成立以来一直担任董事和首席执行官，并在 2020 年 1 月之前担任董事长。自 2022 年 4 月起再次担任好未来董事长，主要负责与市场营销、投资规划和企业发展相关的愿景、整体管理和战略决策，对好未来业务的发展和成功起到了重要作用。张先生于 2002 年 7 月获得四川大学生命科学学士学位，2002 年 9 月至 2007 年 4 月在北京大学生命科学学院攻读研究生，2009 年 9 月获得中欧国际工商学院 EMBA 学位。
彭壮壮	总裁兼首席财务官	自 2022 年 1 月起担任总裁，2021 年 11 月起担任首席财务官。彭博士于 2020 年 3 月加入好未来，曾担任战略副总裁，负责为各个业务部门设计整体公司战略，并领导战略规划流程。在加入好未来之前，彭博士曾在 2011 年至 2020 年担任微软大中华区业务战略总经理，在 2001 年至 2011 年担任全球管理咨询公司麦肯锡北京地区的顾问和合伙人。彭博士于 1996 年 6 月在哈佛大学获得数学学士学位，2001 年 6 月在普林斯顿大学获得数学博士学位。
刘亚超	首席运营官	自 2017 年 6 月起担任首席运营官。刘博士曾于 2011 年 4 月至 2016 年 9 月担任好未来高级副总裁，并于 2015 年 2 月至 2016 年 9 月负责考研业务和某些新业务；在 2014 年 11 月至 2015 年 1 月期间负责好未来战略投资；从 2013 年 2 月到 2014 年 10 月，负责在线课程；从 2012 年 5 月到 2013 年 1 月，除了在线课程之外，刘博士还负责企业规划部门和信息中心；从 2011 年 4 月到 2012 年 4 月，刘博士负责教研部、教师培训学校、信息中心和网络运营中心的工作；从 2008 年 1 月到 2011 年 4 月，刘博士担任好未来副总裁，负责在线课程。从 2005 年 9 月到 2008 年 1 月，刘博士担任学而思中学部主任。刘博士于 2003 年 7 月在北京大学获得力学学士学位，并于 2008 年 7 月在中国科学院力学研究所获得博士学位。
田密	首席技术官	自 2020 年 5 月起担任首席技术官。田先生于 2019 年 5 月加入好未来，曾负责学而思培优的产品技术，2019 年 12 月起担任副首席技术官，负责技术系统管理。在加入好未来之前，田先生于 2016 年 10 月担任阿里巴巴高级技术总监，2014 年 8 月至 2016 年 10 月担任高德技术副总裁，2013 年 8 月至 2014 年 8 月担任高德大数据部总经理。田先生于 2003 年 7 月获得学士学位，2006 年 3 月获得北京航空航天大学计算机科学硕士学位。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

定位转为“持续创新的组织”，助力终身成长。好未来起家于学而思培训学校，创立初期曾提出“让学习更有效”的使命口号与“成为中国中小学培训第一品牌”的发展愿景。2013 年至今，好未来重视科技发展与持续创新，不断调整公司定位，从一家教育公司变为科技教育公司。经历“双减”后，2022 年好未来创立 19 周年之际，创始人兼 CEO 张邦鑫将公司使命和愿景重新确定为“爱与科技助力终身成长”、“成为持续创新的组织”。此次调整亦反映了好未来业务范畴的转变，从针对学生群体的“教育服务”拓展至面向全龄段、全方位、多领域的“终身成长”。业务范围涉及学习服务、智能硬件设备、直播电商等，希望成为“持续创新的组织”。

图5: 好未来公司愿景从“成为受尊敬的教育机构”变为“成为持续创新的组织”



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

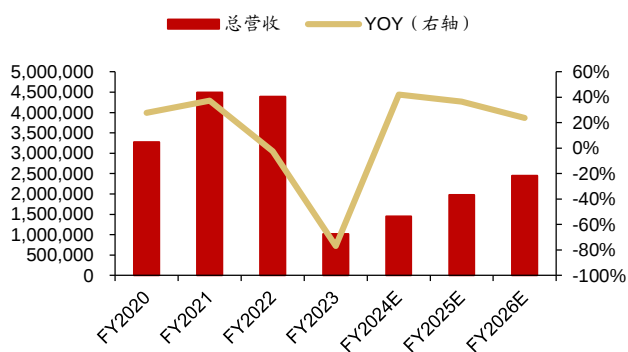
1.3 财务分析：素养教育+学习机共驱增长，利润率阶段性承压

“双减”阵痛期已过，迎来修复增长。2021年7月，“双减”政策出台，11月好未来宣布于2021年底关停中国内地义务教育阶段的学科类校外培训服务，业务转向发展K9非学科培训、智能硬件设备等。教育刚需属性凸显、素养业务逐渐跑通、学习机产品热销带动下，好未来FY2024Q3收入实现3.7亿美元，同比增长60.5%。

1) 学习服务业务及其他：FY23收入占比84%，主要为素养教育业务（包含学而思培优及学而思网校）等K12校外培训业务、海外培训业务Think Academy、技术解决方案等。好未来具备较强的标准化能力，推出的创新思维等素养课程受到好评，契合家长对孩子学习力提高的核心痛点，当下正处于快速发展期。好未来截至2024财年Q3递延收入为4.82亿美元，同比增长79%，教育业务需求韧性较强。

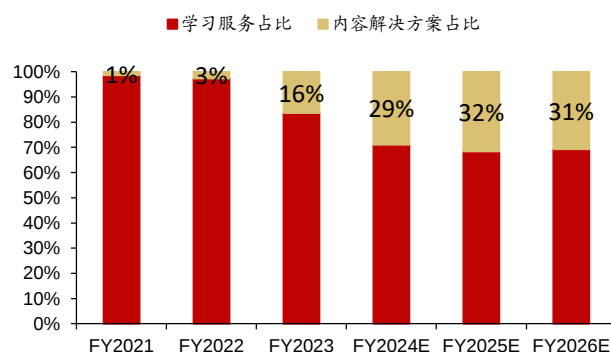
2) 内容解决方案业务：FY23收入占比16%，主要为智能硬件设备（学习机等）、教辅图书等。凭借自研内置内容优势和MathGBT融入，学习机位居抖音学习机产品爆款榜单和人气榜单的双第一；并且于2023年12月19日学而思正式发布学习机新品xPad2 Pro系列，在硬件、AI等方面进一步全面升级。根据天猫、京东和抖音电商数据，学而思学习机2023年电商销售额预计达到16亿元，已跻身学习机赛道重要头部品牌。

图6：好未来FY2023-FY2026预计收入CAGR=34%（千美元）



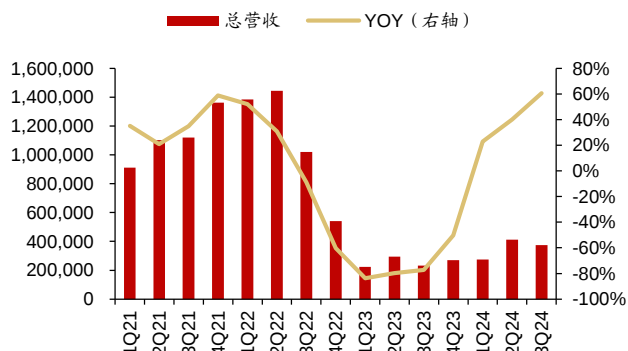
资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所，注：FY2024-FY2026为浙商预测值

图7：好未来FY23内容解决方案收入占比提升至16%



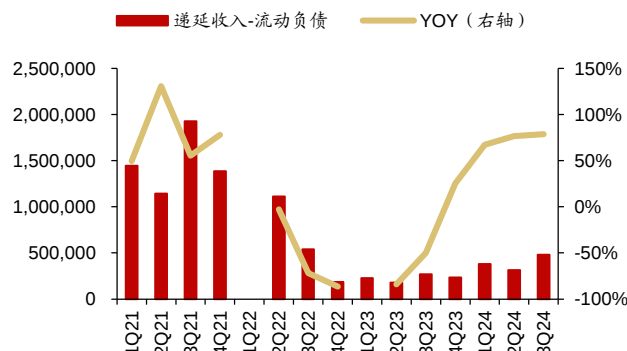
资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所，注：FY2024-FY2026为浙商预测值

图8：好未来FY24Q3收入同比+60.5%（千美元）



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

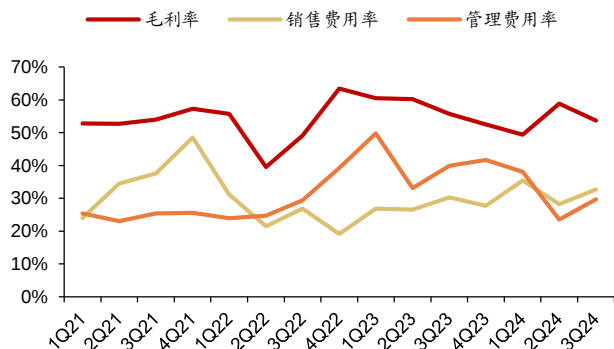
图9：好未来FY24Q3递延收入同比+79%（千美元）



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

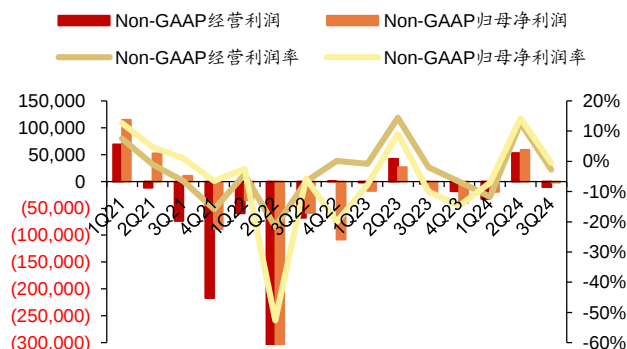
经营调整已见成效，利润率阶段性承压。伴随好未来内容解决方案业务占比的提升，业务结构变化使得毛利率水平出现一定下降，销售费用率和管理费用率保持稳定，主因好未来对学习机产品推广需要有一定投入。FY2024Q1-Q3Non-GAAP 经营利润率分别为-11.7%/12.8%/-2.7%，FY2024Q1-Q3Non-GAAP 归母净利润率分别为-7.1%/14.3%/-0.5%，利润率较之前有所修复。

图10：好未来目前毛利率受结构变化、费用率较为稳定



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

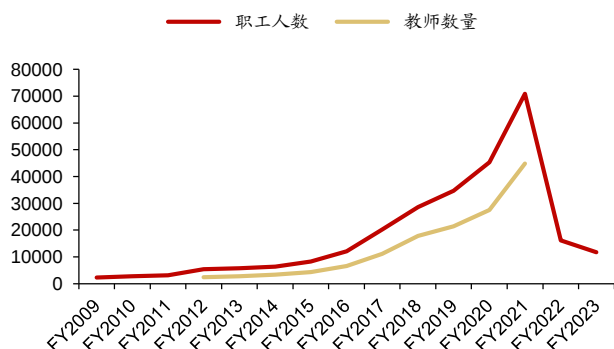
图11：好未来利润率有所修复（千美元）



资料来源：公司公告，wind，浙商证券研究所

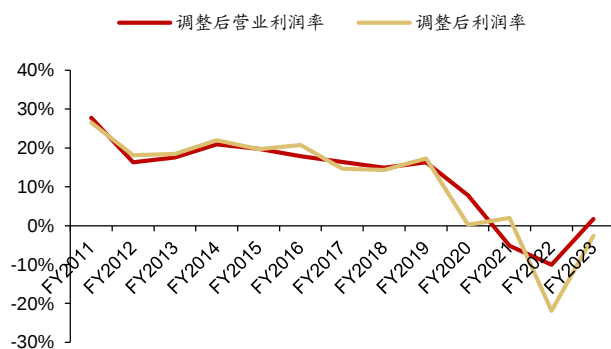
参考“双减”前好未来的盈利能力，FY2011-FY2019的Non-GAAP经营利润率和Non-GAAP归母净利润率平均值分别为18.7%和19.1%，FY2020-FY2022有线下教学场景受影响、线上教育高投放、“双减”后转型期等多个因素叠加，目前转型阶段利润率阶段性承压，伴随经营杠杆优化，利润率仍有较大提升空间。

图12：好未来“双减”后职工人数大幅调整



资料来源：公司公告，彭博，浙商证券研究所

图13：好未来利润率有较大提升空间



资料来源：公司公告，彭博，浙商证券研究所

2 学习服务：转型发展素养教育和布局海外市场

2.1 国内素养业务需求较强，拓展空间仍广

2.1.1 满足合理校外培训需求，素养教育正当时

坚持学生减负和素质教育，2018年起开始规范校外培训机构。2000年，教育部发布《关于在小学减轻学生过重负担的紧急通知》，首次针对K9教育提出减负规定。2013年，教育部发布《小学生减负十条规定》，制定了入学政策、作业规定、考试要求、补课现象等方面的十条减负规则。2018年4月，教育部发布《关于切实减轻中小学生课外负担开展校外培训机构专项治理行动的通知》，开始对校外培训机构进行治理和监管。

教育资本化过热引发担忧，出台“双减”强化监管。据Fastdata数据，2020年K12在线教育融资金额高达500亿，超过过去十年总和，教培企业依靠融资加速扩张，出现一些行业乱象引发社会担忧。2021年4月，教育部把培训机构治理工作列入重点工作任务，并发布《关于加强义务教育学校作业管理的通知》；2021年7月“双减”政策正式推出，要求学科类培训机构一律不得上市融资、严禁资本化运作，同时各地不再审批新的面向义务教育阶段学生的学科类校外培训机构，现有学科类培训机构统一登记为非营利性机构。

图14： 教育政策复盘：走向规范化发展、学科和非学科分类管理



资料来源：国务院办公厅、教育部等，浙商证券研究所

规范校外培训行业发展，满足合理校外培训需求。2024年2月8日，教育部发布了关于《校外培训管理条例（征求意见稿）》公开征求意见的公告。该文件一方面将此前管理实践实现规范化、法治化，1）明确管理对象，主要针对义务教育阶段校外培训管理；2）明确非学科和学科类分类管理，进一步完善管理体系。另一方面，在推进依法管理的同时，明确了校外培训成为学校教育有益补充的基本定位，明确了规范管理、提高质量、满足多样化文化教育需求的目标导向，正视家长的合理培训需求。

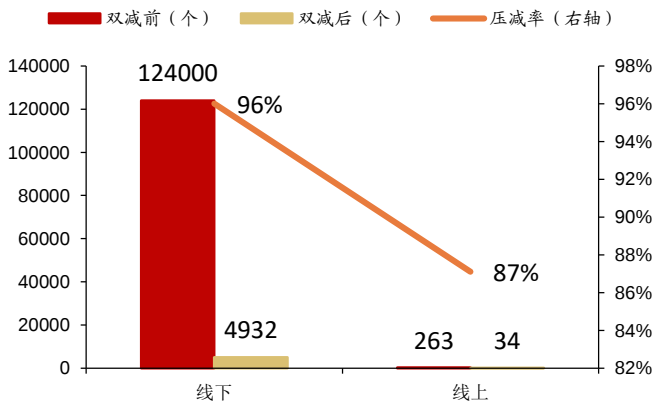
图15： 教培政策关于学科培训和非学科培训的管理体系逐渐清晰和完善

类别	学科				非学科	
阶段	小学、初中		高中		小、初、高	
业态	线上	线下	线上	线下	线上	线下
内容范围	道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语（英语、日语、俄语）、物理、化学、生物按照学科类进行管理。				体育（或体育与健康）、艺术（或音乐、美术）学科，以及综合实践活动（含信息技术教育、劳动与技术教育）等按照非学科类进行管理。	
营利性质	非营利性		参照执行，尚未出具细则		允许营利性	
增量牌照可否发放	大幅压减后，主要为符合规定的机构存量办学许可证换发				可申请营利性办学许可证	
收费标准	由政府制定基准收费标准和浮动幅度，并按程序纳入地方定价目录。各地制定的浮动幅度，上浮不得超过10%，下浮可不限。				一次性收费不得超过5000元	
	以北京为例，20元/课时·人次	以北京为例，10人以下/10-35人/35人以上收费标准分别为80/60/40元/课时·人次	以北京为例，20元/课时·人次	以北京为例，10人以下/10-35人/35人以上收费标准分别为80/60/40元/课时·人次	截止23年8月，据发改委对10个大中城市监测，非学科培训服务平均价格为130.7元/课时·人次	
预收款期限	培训机构不得一次性收取或以充值、次卡等形式变相收取时间跨度超过3个月或60课时的费用					
培训时间范围	法定节假日、休息日、寒暑假禁止 21:00之前	法定节假日、休息日、寒暑假禁止 20:30之前	参照双减要求执行 21:00之前	参照双减要求执行 20:30之前	21:00之前	20:30之前
广告行为	不得在中小学校、幼儿园内开展商业广告活动，不得利用中小学校和幼儿园的教材、教辅材料、练习册、文具、教具、校服、校车等发布或变相发布广告。主流媒体、新媒体、公共场所、居民区各类广告牌和网络平台等不刊登、不播发校外培训广告。宣传费按不超过学科类校外培训销售收入的3%据实核算。要在政府网站、电视媒体平台、微信公众号等设立曝光台，形成强大震慑。市场监管部门做好营利性非学科类培训机构登记、价格行为、广告宣传等方面的监管工作					

资料来源：国务院办公厅、教育部、国家发展和改革委员会等，浙商证券研究所

21年“双减”政策影响重大，加速教培行业供给出清。1) **市场规模**：据2022年10月底教育部公告，“双减”后K9线下/线上学科类培训机构数量由原来的12.4万/263个压减至4932个/34个，压减率高达96%/87.1%。2) **教培时长与收费**：2022年“双减”报告指出，绝大多数学生校外培训时长较“双减”前减少了50%以上，学科类培训收费在政府指导价标准出台后平均下降超4成。3) **现存格局**：根据全国校外教育培训监管与服务综合平台数据，截止于24年3月18日，义务教育阶段学科类培训均为非营利机构，另有8.4万个线下非学科营利机构；高中阶段目前有2471个线下学科营利机构、2.8万个线下非学科营利机构。

图16：“双减”后K9学科类培训机构市场出清（22年10月）



资料来源：教育部，浙商证券研究所

图17： 义务教育阶段校外培训机构以非学科为主（2024.3.18）

		学科		非学科	
		营利	非营利	营利	非营利
学龄前阶段	线上	0	0	0	0
	线下	0	0	45958	7149
义务教育阶段	线上	0	33	7	0
	线下	0	4209	84128	14020
高中阶段	线上	1	29	2	0
	线下	2471	3971	27848	5216
成人阶段	线上	0	0	0	0
	线下	300	445	16550	4207

资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台，浙商证券研究所

素养教育教改推行已久，双减为其加快发展创造了相对良性的外部条件。我国教育部自2014年起已着手针对现有教育体制改革，希望提升学生的创新和实践能力、探究及学习主动性等，以素养教育为主轴进行调整。**素养课程包含知识属性但区别于学科类培训。**双减对义务教育阶段学科类培训供给进行了极大的限制，给市场需求寻找替代供给，产品体验和理念转变提供了机遇。素养教育以培养人的学习方法、探究和时间能力、社会认知等

为主，同时结合一定的知识作为教学手段（素材），在纯粹“提分”功利主义的供给相对出清后，素养教育得以迎来逐步面向更多人群的市场环境。

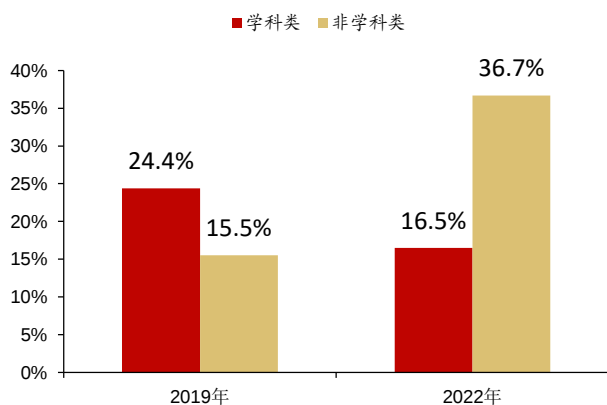
表2：非学科素养类培训以体验式、探究式、项目式为主

政策层级	全国	浙江	上海	广东
培训目的	以学科知识与技能培训为导向，主要为提升学科学习成绩服务。	发展中小学生核心素养，以培养拓展学生兴趣爱好、实践能力和创新精神，促进学生个性化发展和全面发展。	旨在发展中小学生核心素养，培养学生兴趣爱好、创新精神和实践能力，促进学生个性化发展和全面发展	不以提高学员上述学科成绩为目的；培养学员兴趣爱好；丰富学员闲暇生活；培养学员的个性发展和全面发展。培训目的偏向于上述非学科类培训目的，视为不具有学科类别属性特征
培训内容	主要涉及道德与法治、语文、历史、地理、数学、外语（英语、日语、俄语）、物理、化学、生物等学科学习内容。	学科类学习内容以外，符合国家法律法规要求和学生身心发展规律	学科类学习内容以外，符合国家法律法规要求和学习者身心发展规律	培训内容在学科类范围所占比例≤50%，视为不具有学科类别属性特征。
培训方式	重在进行学科知识讲解、听说读写算等学科能力训练，以预习、授课和巩固练习等为主要过程，以教师（包括虚拟者、人工智能等）讲授示范、互动等为主要形式。	<u>以体验式、探究式、项目式、综合性学习等为主要教学方式，突出实践性、创造性。</u>	<u>以体验式、探究式、项目式、综合性学习为主要方式，以身体性、实践性、创造性等活动为主要过程，以教师指导、学生实践探索为主要形式。</u>	<u>体验式教学、项目式教学、探究式教学、启发式教学以及游戏化教学等为主的教学方式；</u> 以老师指导，学生实践探索为主要特点；培训方式具有趣味性较强、动手操作特点较强、玩耍时间相对较长、玩耍项目相对多等特点。 <u>上述非学科类培训方式占培训项目总课时的比例≥50%，视为不具有学科类别属性特征。</u>
结果评价	对学生的评价侧重甄别与选拔，以学习成绩、考试结果等作为主要评价依据。	对学生的评价强调综合素质水平与发展，以表现性评价为主，不与学科类考试成绩挂钩。	对学生的评价强调综合素质水平与发展，以表现性评价为主，注重教学评一致性，不涉及学业成就与学科类考试成绩。	完成培训后，学员不会达到显著提升在学校学习的上述学科闭卷考试分数的结果，视为不具有学科类别属性特征。

资料来源：教育部，浙江省教育厅，上海市教育委员会，广东省教育厅，浙商证券研究所

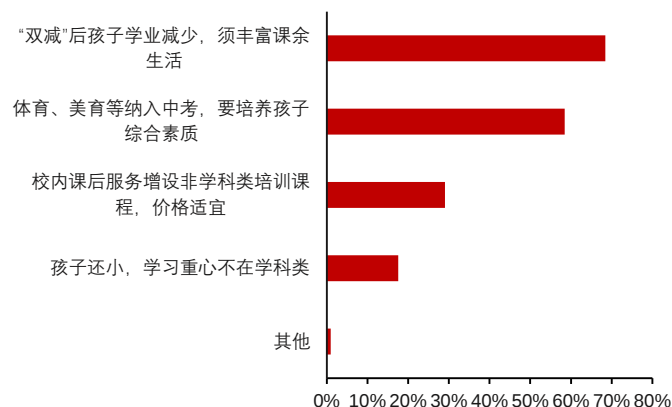
“双减”下原有学科培训需求有望转移至素质素养教育培训。根据南方都市报的调查数据，“双减”后八成受访家长给孩子增报兴趣班；增报非学科培训班的原因主要是基于“丰富课余生活”、“培养孩子综合素质”等。我们认为，“双减”前后，素养课程较好满足了从“分数导向”到“学习兴趣和学习能力提升”导向转变的需求，“双减”前后非学科类培训参培率从15.5%跃升至36.7%，行业正处于快速渗透阶段。

图18：22年非学科类课外培训参培率较“双减”前大幅提升



资料来源：CIEFR，《全国“双减”成效调查报告》，浙商证券研究所

图19：双减后增报非学科培训班原因多样



资料来源：南方都市报，浙商证券研究所

非学科培训市场规模 2025 年有望达 4636.6 亿元（22-25 年 CAGR=23%）。根据奥维咨询，2019 年我国 K-12 教育培训行业市场规模已超 8000 亿元（17-19 年 CAGR 接近 30%），其中课后辅导市场规模约 4700 亿元，素质教育、语言表达类培训细分市场体量分别达到约 2500 亿元、800 亿元。非学科培训市场的主要 SKU 预计包含人文美育、科学思维、语言表达类和编程四大类别，我们测算得到非学科培训市场规模 2025 年有望接近 4636.6 亿元。

图20： 非学科培训市场规模测算：2025 年有望达 4636.6 亿元（22-25 年 CAGR=23%）

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
非学科类参培人次（百万人）	45.8	116.1	143.9	169.2	193.1
yoy		154%	24%	18%	14%
非学科类市场规模（亿元）	1,189.0	2,495.3	3,196.9	3,901.4	4,636.6
yoy		110%	28%	22%	19%
小学+初中在校人数（百万）	158.18	158.21	157.98	155.47	152.65
人文美育					
渗透率	8.57%	10.57%	12.57%	14.57%	16.57%
留存率		80%	80%	80%	80%
参培人次（百万人）	13.56	20.36	24.17	27.57	30.79
yoy		50%	19%	14%	12%
单次报课价格（元）	2,102	2,102	2,207	2,317	2,433
价格yoy			5%	5%	5%
市场规模（亿元）	285	428	534	639	749
yoy		50%	25%	20%	17%
思维与科学					
渗透率	12.04%	16.04%	20.04%	24.04%	28.04%
留存率	50%	80%	80%	80%	80%
参培人次（百万人）	11.16	30.88	38.53	45.49	52.09
yoy		177%	25%	18%	15%
单次报课价格（元）	1,891	1,891	1,986	2,085	2,189
价格yoy			5%	5%	5%
市场规模（亿元）	211	584	765	948	1,140
yoy		177%	31%	24%	20%
国际/口才/编剧					
渗透率	22.74%	31.04%	39.34%	47.64%	55.94%
留存率	50%	80%	80%	80%	80%
参培人次（百万人）	21.07	59.76	75.64	90.14	103.92
yoy		184%	27%	19%	15%
单次报课价格（元）	1,969	1,969	2,068	2,171	2,279
价格yoy		0%	5%	5%	5%
市场规模（亿元）	415	1,177	1,564	1,957	2,369
yoy		184%	33%	25%	21%
编程					
渗透率	2.93%	3.23%	3.53%	3.83%	4.13%
留存率	75%	75%	75%	75%	75%
参培人次（百万）	4.63	5.1	5.6	6.0	6.3
yoy		10%	9%	7%	6%
客单价ASP（元/年）	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
yoy			0%	0%	0%
市场规模（亿元）	278	307	335	357	378
yoy		10%	9%	7%	6%

资料来源：艾瑞咨询，多鲸资本，wind，浙商证券研究所

1) **人文美育**: 艾瑞咨询 2017 年报告显示语文培训渗透率为 22%，我们认为人文美育课程伴随内容体系成熟，可参考语文培训的渗透率，因此我们假设 25 年渗透率约为 16.6%；预计 25 年市场规模约为 749 亿元（22-25 年 CAGR=21%）。

2) **科学思维**: 艾瑞咨询 2017 年报告显示数学培训渗透率为 46.9%，我们认为科学思维课程有助于培养运算能力和运营数学方法解决问题的能力，可参考数学培训的渗透率，因此我们假设 25 年渗透率约为 28%；预计 25 年市场规模约为 1140 亿元（22-25 年 CAGR=25%）。

3) **国际/口才/编剧（语言表达类）**: 艾瑞咨询 2017 年报告显示语言类培训渗透率为 81.4%，我们认为双语口语、戏剧表演、国际及留学等课程可参考语言类培训的渗透率，因此我们假设 25 年渗透率约为 56%；预计 25 年市场规模约为 2369 亿元（22-25 年 CAGR=26%）。

4) **编程课**: 根据多鲸资本，2021 年少儿编程市场规模为 278 亿元，倒算得到渗透率不到 3%，我们假设 25 年渗透率约为 4.1%；预计 25 年市场规模约为 378 亿元（22-25 年 CAGR=7%）。

2.1.2 率先转型发展素养教育，致力于培养学习能力

好未来在素质教育领域已深耕多年。2009 年学而思幼教旗下推出面向儿童的数学思维课，早先依照学而思培优的教学思路设置课程大纲。2011 年推出针对 3-8 岁儿童的摩比思维馆，植入科技与素质教育元素，以平板教学系统和互动性强的 APP 软件为支撑，专注培养儿童的逻辑思考能力和解决实际问题的思维习惯。2014 年推出面向 8-15 岁学生的摩比学堂，课程设计融合了 STEAM 教育体系以及中国传统文化知识与教育理念，致力于培养儿童记忆力、表达力、想象力、思维力和注意力五大能力。依托好未来 20 年教研沉淀，素养教育产品构建探究式、互动式课堂，旨在培养孩子面向未来的创新能力和科学家精神。

图21： 好未来素养课程旨在培养孩子面向未来的创新能力和科学家精神



资料来源：好未来官方微信公众号，公司官网，浙商证券研究所

2021年9月“双减”政策正式实施后，集团终止了K9学科类校外培训服务，积极转型素养教育并开辟新型教培课程。好未来学习服务类板块目前主要有学而思素养、学而思网校、学而思国际、学而思大学生与Think Academy五大品牌，业务涵盖儿童与青少年素养教育、留学考试与咨询服务、成人教育以及海外K12培训服务。学而思培优升级转型为学而思素养，为3-16岁儿童和青少年提供线下素养教育面授课程；学而思网校全面升级素养体系，为6-14岁的孩子提供在线素养教育网课。围绕教育部《中国学生发展核心素养》，学而思开发了编程、机器人、科学实验、科学思维、人文创作五大板块。

图22：好未来素养课程体系涵盖科学思维、人文创作等

人工智能编程	机器人	科学实验	科学思维	人文创作
人工智能编程是专为青少年设计的Python编程学习体系。课程带领孩子用编程解决真实复杂问题，从而帮助孩子锻炼思维能力、理解并运用前沿人工智能技术、迸发出创新潜能。	机器人是使用乐高积木等专业教具搭建机器人外观、用编程运行机器人功能的创造性课程，能够充分调动孩子的想象力和动手能力。	科学实验课程旨在以实验为载体，搭建从好奇心到科学素养的桥梁。课程内容结合STEAM教育理念，涵盖物质科学、生命科学、地球与宇宙、技术与工程四大基础科学领域。	科学思维课程通过科学的教学方法讲授科学类综合知识、带领孩子探索解决问题的方案。课程内容设置建筑与结构、城市与生活、地球与空间、逻辑与关系、经济与规律、信息与智能六大主题单元。	人文创作以培养孩子的创作能力为核心，课程设置文学鉴赏、百科博物和人类进程三大阅读体系，通过小游戏、小剧场等趣味课堂活动带领孩子进行广泛多样的阅读并转化为表达的动力。
				

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

表3：学而思、学而思网校和新东方的素养课程比较

品牌	课程类型	价格(元)	课程设置	课时均价(元)	授课形式
学而思	科学思维	4425	15讲/每次2小时	148	在线网课/线下
	人文创作	4425	15讲/每次2小时	148	在线网课/线下
	科学实验	1350	15讲/每次70分钟	77	在线网课
	编程-图形化	960	8讲/每次1.5小时	80	在线网课
	编程-机器人	4800	12讲/每次2小时	200	线下
	研学	269	1讲/每次2小时	135	线下
	素养综合	630	7讲/每次70分钟	77	在线网课
学而思网校	人文创作	2640	16讲/每次70分钟	141	在线网课
	科学	3040	16讲/每次1小时	190	在线网课
	编程	2640	16讲/每次70分钟	141	在线网课
	国际象棋	4199	30讲/每次70分钟	120	在线网课
	自然博物	599	4讲/每次1.5小时	100	在线网课
新东方	机器人	3600	12讲/每次2小时	150	线下
	美术	3600	12讲/每次2小时	150	线下
	围棋	3600	12讲/每次1.5小时	200	线下
	硬笔书法	3600	12讲/每次2小时	150	线下
	思辨与口才	3600	12讲/每次2小时	150	线下
	双语故事表演	4800	16讲/每次2小时	150	在线网课
	脑力与思维	3840	16讲/每次2小时	120	在线网课

资料来源：学而思APP，学而思网校APP，新东方APP，浙商证券研究所（注：选取北京市一年级课程进行对比，样本有限可能存在误差风险）

如何做到激发孩子学习兴趣、培养学习能力，我们以科学思维课程为例，和市面上适合低龄的线上“科学启蒙”课不同，学而思的“科学思维课”并非用“实验”来带动“知识点”，而是更重视思维启发和训练。通过观察现象，提出自己的猜想，再用实验进行验证，最后再进行规律总结，引导孩子像科学家一样思考和探索。

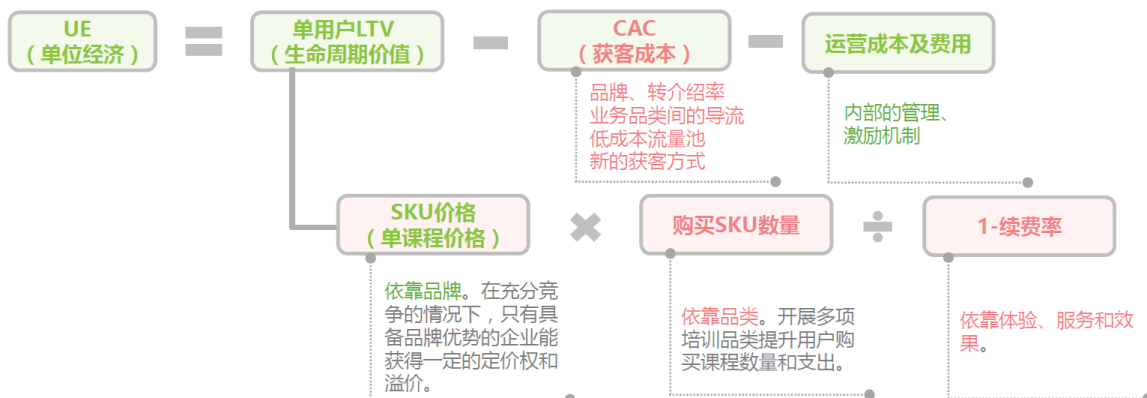
我们再以人文美育课程为例，上课流程会分为5个环节：情绪唤醒、项目建立、合作探究、主题思辨、成果展示。例如“春秋五霸都是谁”知识点讲解中，从主动学习（引入历史背景）、学以致用（收集信息&演绎人物故事）再到厚积薄发（文本精读&深度思考），借助有趣的探究任务，丰富的历史、文学和科学材料，帮助孩子们拓展学习的深度和广度，体会人文之美，锻炼和培养孩子们的学习力、思辨力和表达力。

图23： 好未来科学思维课程和人文美育课程不断引导孩子进行主动思考和探索



资料来源：公司官微，公开资料整理，浙商证券研究所

图24： 教育产品 UE 模型拆解



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

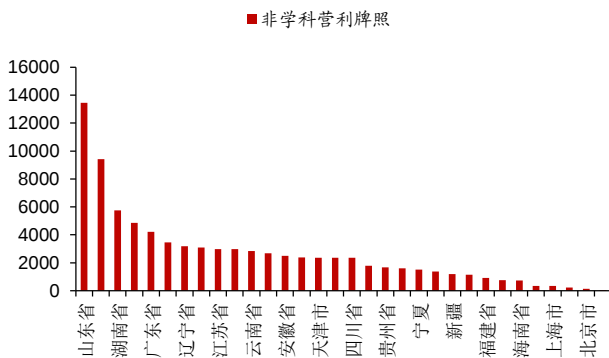
素养教育可以复用原 K9 群体，获客成本优化或带动盈利能力提升。拆解素养教育 UE 模型发现，1) 好未来作为此前教培头部机构，多年 K12 业务发展已覆盖较多学生，素养教育主要群体目前为幼儿园和小学生，且有类似需求，复用原 K9 学生群体叠加竞争格局改善，单用户获客成本得到优化；2) 伴随素养教育体系成熟，客户粘性逐渐提高，根据好未来财报会，管理层认为“小班素养课程具有可行的商业模式和清晰的未来发展路径”。

2.1.3 稳步推进网点扩张，拓展空间较大

学科类教育监管细则正逐步完善，营利性非学科类办学许可证审批已常态化。教监管〔2022〕4号明确了非学科类培训的设置标准。省级主管部门（教育厅、科技厅、通信管理局、文旅厅、体育局等）要牵头制定基本设置标准，情况差距大的可授权各地市制定细化标准。各地细化并公布各行业培训类别的清单目录，并实施动态管理，以及相应的线上、线下机构审批程序。

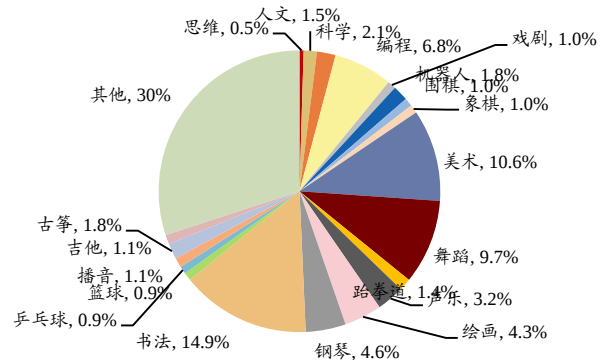
非学科培训市场供给格局：根据全国校外教育培训监管与服务综合平台，截止 24 年 1 月末全国登记的非学科营利牌照约 8.5 万张。我们整理了非学科培训备案课程发现，当前主要为兴趣特长课程，而偏素养类课程如思维（占比约 0.5%）、人文（占比约 1.5%）、科学（占比约 2.1%）、戏剧（占比约 1.0%）、编程（占比约 6.8%）整体占比依然偏低，亦能反映出当下非学科培训细分市场依然供需错配。

图25：截止 24 年 1 月末全国登记的非学科营利牌照约 8.5 万张



资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台，浙商证券研究所

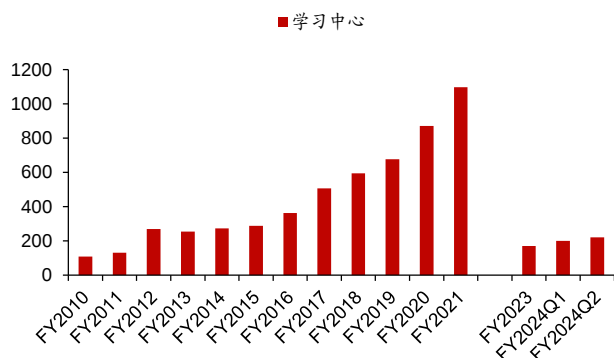
图26：非学科培训课程以兴趣特长类为主 (2024.3.18)



资料来源：全国校外教育培训监管与服务综合平台，浙商证券研究所

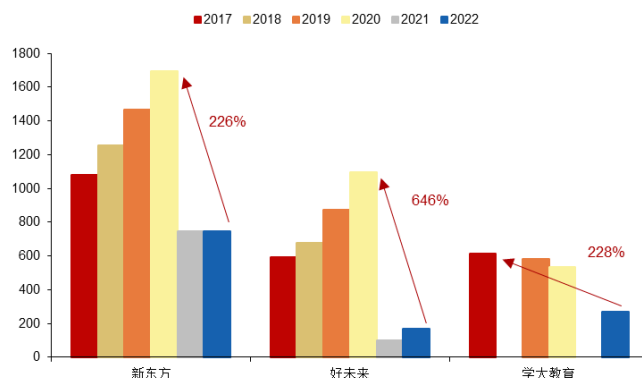
好未来稳步推进网点扩张，拓展空间较大。“双减”后好未来学习中心数从 FY2021 的 1098 个缩减至 FY2023 的 170 个，根据好未来财报会交流，截止于 2024 财年二季度好未来线下学习中心约 220 个，环比上季度增长约 20 个。需求端，我们认为素养教育业务承接“双减”后需求转移，非学科培训市场规模 2025 年有望达 4636.6 亿元（22-25 年 CAGR=23%），亦能承载较大发展空间；供给端，在学科培训和非学科培训分类管理下，非学科培训牌照审批常态化，好未来注重教育口碑与服务，商业模式初步跑通，我们认为好未来门店扩张仍有较大的空间与潜力。

图27: 好未来学习中心数量(个)



资料来源: 公司公告, 彭博, 浙商证券研究所

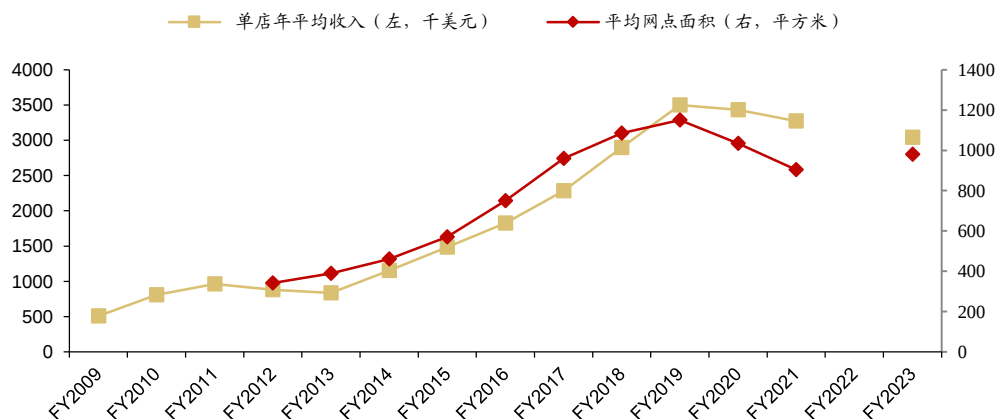
图28: 头部教育企业仍有较大门店拓展空间



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所, 注: 新东方和好未来的2022年为对应FY2023数据

单店收入不断修复, 测算得到FY2023单店约2128万元。我们根据好未来的财报, 测算了学而思线下学习中心的单店年收入以及平均网点面积, 可以发现两者呈现明显的正相关, 单店年收入从FY2009的510千美元提升至FY2019的3501千美元, FY2019-FY2021在线教育加速渗透阶段, 线下教育受到一定影响。“双减”后, 学而思转型发展素养教育, 我们测算FY2023单店年收入约3040千美元(按汇率7则约为人民币2128万元), 单店收入已呈现明显的修复。

图29: 好未来“双减”前单店收入伴随面积扩大而不断提高

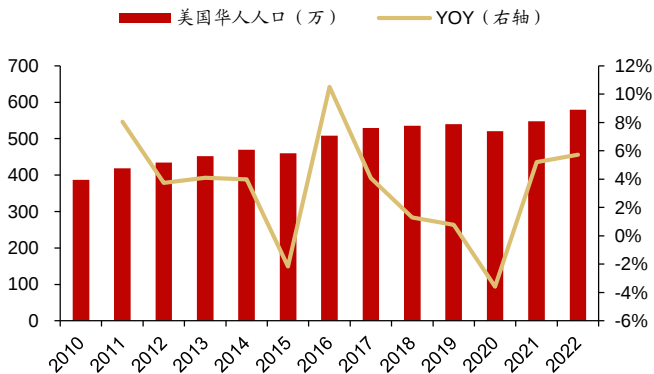


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所注: 单店收入=(总收入-网校收入)*2/(期初学习中心+期末学习中心), 平均网点面积计算考虑学习中心数和服务中心数

2.2 Think Academy: 率先教育出海, 复用教研能力

率先进行教育出海探索, 发展潜力较大。2019年, 好未来创立海外品牌 Think Academy, 于美国硅谷设立了首个分校, 正式开展海外教培业务。截至2023年, Think Academy 已在美国、英国、新加坡、加拿大、澳大利亚、马来西亚、中国香港等7个国家和地区成立了教学中心, 采取线上线下结合的OMO上课形式, 课程内容覆盖数学思维、K12数学课外辅导与数学竞赛、SAT考试等。稳步增长的华人数量均为潜在的市场, 以美国为例, 2022年华人人口579万(2010-2022年CAGR达到3.4%)。

图30: 美国华人人口 2010-2022 年 CAGR=3.4%



资料来源: 美国人口普查局, 浙商证券研究所

图31: Think Academy (美国) 数学学习体系完备



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

表4: 国内教育公司出海: 针对华裔主要以中文课教授为主

品牌名称	业务类型	授课形式	面向用户	主要国家/地区
好未来-Think Academy	中小学数学培训课 中文课	线下小班 (10-20 人) 线上直播课/录播课包	海外华人群体 本土群体	美国、英国、新加坡、加拿大、澳大利亚、马来西亚、中国香港
新东方-Blingo	中文课 中华文化学习课	线上一对一授课	海外华裔儿童、青少年	
VIPKID-Lingo Bus	华裔中文课 欧美中文课	线上一对一授课	海外华人群体 本土群体	覆盖全球 110 多个国家和地区
LingoAce	少儿英语课 青少年中文教育课	线上一对一/四人小班课	海外华人群体 本土群体	覆盖全球 100 多个国家和地区
考拉知道中文	少儿在线中文课程	线上一对一/三人小班课	海外华人群体 本土群体	美国、日本、新加坡等
悟空中文	启蒙中文、国际中文、进阶中文、基础汉语四大中文课程	线上直播课	海外华裔青少年	美国、加拿大、澳大利亚、新加坡、欧洲等国家和地区
火花思维	Allschool 在线教育平台 (包含数学、中文、英文、自然科学等付费课程) Classpod 在线学习工具 数理思维课程	线上直播课	海外华人群体 本土群体	北美、澳洲、日韩、新加坡、欧洲、东南亚等国家和地区
伴鱼 PalFish	少儿英语海外课 新加坡数学课	线上一对一授课	海外华人群体 本土群体	泰国、新加坡等东南亚国家和地区
欢乐童年	Wonderclass 一站式海外学习平台 (包含画啦啦少儿美术、豌豆思维、豌豆口才、咕比围棋等)	线上小班直播 线上 AI 互动教学	海外华裔儿童	覆盖全球近百个国家和地区

资料来源: 多知网, 各公司官网, 浙商证券研究所

教研能力复用+强大师资力量, 培养出学生取得优秀的奥数比赛成绩 (20+多学生取得 IMO 金牌), 铸就较好口碑进行获客。

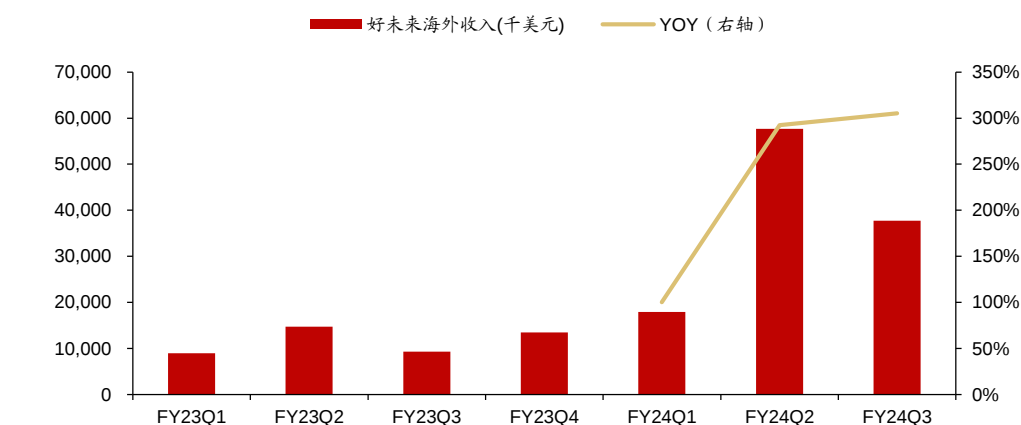
1) 教研资源的复用: 2003 年好未来成立之初便以奥数补习闻名, 历经 20 年沉淀了丰富的数学培训教研资源, 形成了独特、可迁移的小学数学 12 级数学体系与七大能力模块, 为好未来成为率先出海的教培企业奠定基础。凭借先发优势, Think Academy 深度钻研各国教育体系的差别, 配合学而思培优原有的经验积累, 研发了适合各国考试体系的课程安排, 在海外华人市场获得了不错的反响。以美国为例, Think Academy 小学数学学习体系完善, 学习路径清晰, 分班灵活, 满足从夯实基础到冲击竞赛的各阶段学生需求。

2) 强大的师资力量: Think Academy 对于教师的教学要求水平较高, 所有教师都经过层层选拔, 录取率低于 2%, 数学教师均毕业于世界顶尖院校, 包括斯坦福大学、耶鲁大学、哥伦比亚大学、宾夕法尼亚大学等。授课教师每周会进行封闭师训, 每节课都经过互相磨课, 并根据教学反馈不断迭代打磨细节。课堂结束后, 授课教师也会及时与学生进行课后沟通以及 Office hour 答疑, 有需要时进行 1 对 1 跟进辅导。

数学培训标准化程度较高, 覆盖范围更广, 或率先跑通商业模式。目前国内教育公司出海模式中, 普遍以教授海外华裔群体中文课为主, 与之对比的是好未来则切入数学培训。1) 好未来通过复制国内早期学而思培优的教学路径, 将此前积累的学科培训经验进行迁移; 2) 相较语言类培训, 数学作为通用语言标准化程度较高, 覆盖群体更广; 3) 数学培训除了对华人, 对当地人亦有较大的开拓潜力, 根据好未来海外业务负责人公开访谈, 整体上好未来华人学生占比大多数, 其次是印度学生, 在部分国家则以当地需求为主(比如英国的华人大概就占 1%)。

海外业务网点扩张, 业务保持高增。根据好未来财报会, 在 FY2023Q4 和 FY2024Q1 管理层介绍到海外学习服务业 Think Academy 收入均实现了三位数的年同比增长; FY2024Q2 在美国、新加坡和中国香港建立了新的学习中心。目前 Think Academy 尚在发展初期, 借助好未来 20 年教培资源沉淀, 与本地化教育需求结合, 网点扩张具备较大的发展潜力与空间。

图32: 好未来海外教培业务保持高增速



资料来源: 公司财报会, 浙商证券研究所 注: 以上收入及增速为估计值, 与实际可能存在有偏差, 仅供参考

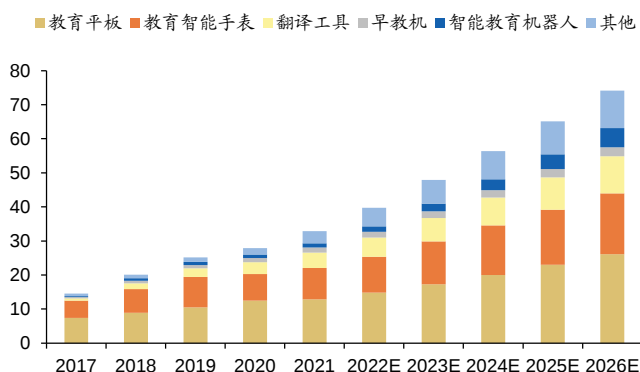
3 内容解决方案: 发展学习机和布局 AI

3.1 学习机: 有望成为第二成长曲线

3.1.1 学而思凭借内容优势, 已跻身头部品牌

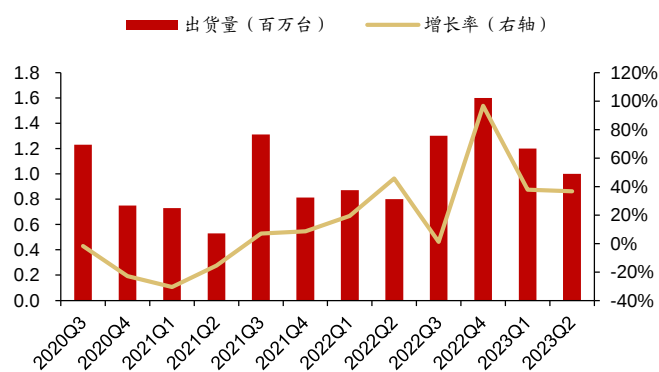
学习平板受益于“双减”后需求转移。根据弗若斯特沙利文数据, 2021 年我国智能学习设备行业市场规模为 329 亿元 (17-21 CAGR=22.5%), 教育平板 21 年市场规模 129 亿元 (17-21 CAGR=14.9%)。“双减”政策实施以来, 家长和学生需要投入更多时间和精力用于课后自主学习, 学习平板需求开始提升。根据 IDC, 2021 年第三季度以来中国学生平板电脑市场出货量实现较好增长。

图33: 中国智能学习设备 TO C 市场规模 (十亿元)



资料来源: 弗若斯特沙利文、浙商证券研究所

图34: “双减”后中国学习平板出货量增长明显



资料来源: IDC、浙商证券研究所

表5: 学习机产品对比

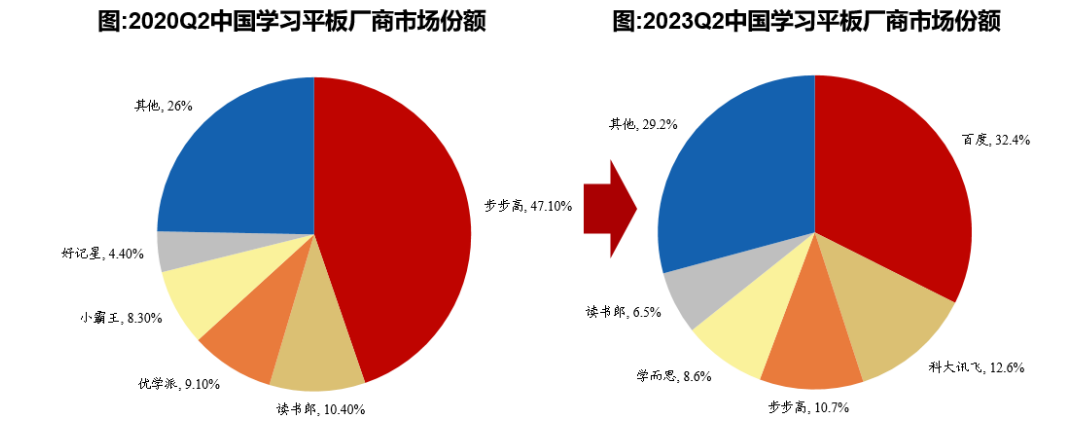
参与方类别	企业名称	主力机型	价格区间 (元)	内容含量	核心硬件性能	护眼	AI
传统学习硬件公司	步步高	步步高学习机 A2	1599-5999	8.5 万节+学科同步视频, 3 亿+精品题库, 1 万+节语数英专项提升课	/	58 项护眼专利	AI 老师一对一作业辅导
	读书郎	读书郎学习机 C6Pro	1498-5198	/	8 核	IPS 润眼屏	AI 精准学、AI 错题本、AI 作业辅导、AI 互动学习
教育公司	好未来	学而思 xPad 旗舰款 14(xPad Pro Max)	4369-8599	全学段、全学科、全体系 1400 万+分钟内容资源同步更新、2 万+本教学教辅讲解、10 万+分层题型、3 万+知识点、7000+考点	天玑 8 核 CPU	11 层未来纸润眼屏	10 大 AI 辅导神器: AI 作文助手、AI 听写、AI 口算练习、AI 口算批改、AI 小思练习、AI 百科问答、AI 查字词、AI 指尖翻译、AI 读绘本、AI 背诵
	有道	有道 AI 学习机 X10	2399-5999	1.5 亿+题库, 1000 万教辅题目, 20 万套各省市考试真题, 5100+知识点讲解视频	MediaTek G80 八核芯片	五重护眼	AI 精准学
	新东方	模式不同					
	作业帮	作业帮学习机 T20 Pro+	2299-4999	8.5 亿+TOP 级题库, 93%视频讲题覆盖率, 118 万本教辅, 265 万份试卷	8 核	11 层类纸护眼屏	自研 AI 老师 1 对 1、AI 专题互动课等
互联网及科技公司	猿辅导	小猿学练机	2999-3899	7 亿+题库资源, 1.4 亿+重难点题型精讲视频, 10 万+套真题试卷, 30+教材版本练习	高通八核芯片	电子墨水屏	猿辅导 AI Lab 四大领域 300+专利
	小度	小度学习平板 Z20 Plus	1399-8999	1.8 万+小时幼小初高优质精品课、66 万+分钟素质拓展课、2.5 万+条儿童专属百科视频	8 核	小度第二代类纸屏	AI 老师一对一辅导、全科 AI 精准学、AI 作文老师、AI 口语老师陪练
	科大讯飞	科大讯飞 AI 学习机 T20 Pro	1799-8799	1.2 亿题库, 270 万+套试卷, 13000+节知识点微课, 1400+本同步电子教材, 4 万+节同步视频课, 1 万+节专题提升课	AI 三引擎八核芯片	高刷超清护眼大屏	22 大 AI 自学提效工具

资料来源: 各品牌天猫旗舰店, 浙商证券研究所 注: 以上数据可能存在统计误差风险

从学习机市场竞争格局变迁看, “技术型” 和 “内容型” 产品崛起。根据 IDC 数据, 2020Q2 步步高、读书郎等传统学习平板厂商占据市场份额。伴随技术迭代、“双减”后教培

企业转型，以百度、科大讯飞为代表的“技术型”品牌和以学而思为代表的“内容型”品牌崛起，2023Q2 百度、科大讯飞和学而思市占率分别为 32.4%、12.6%和 8.6%，而步步高和读书郎市占率分别降低至 10.7%和 6.5%。

图35： 百度、学而思等平板电脑品牌崛起



资料来源：IDC、浙商证券研究所

2023 年初上市的学而思一代学习机，已经凭借自研好内容造就了好口碑。学习机内置的内容，来自学而思 20 年专业沉淀，累计有上万名老师反复打磨，超 3000 万学员检验，凝聚了 3000 多名教研人员和研发团队的成果。学而思学习机内置的自研内容目前可以涵盖启蒙至高中的全学段、全学科，并拥有 20000 余本数学教辅精讲。而且更重要的是，学而思教研团队会对这些内容进行同步更新，以此实现与各地校内课程的同步迭代。

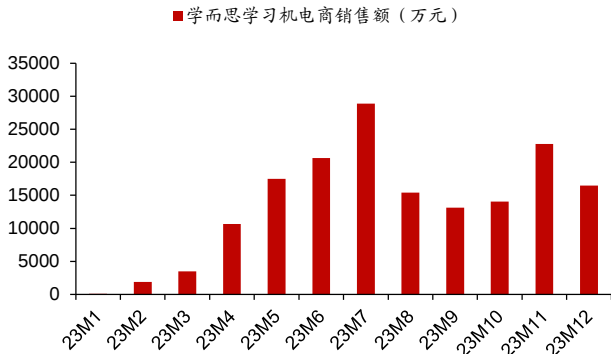
图36： 学而思学习机在自研内容侧寻求差异化



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

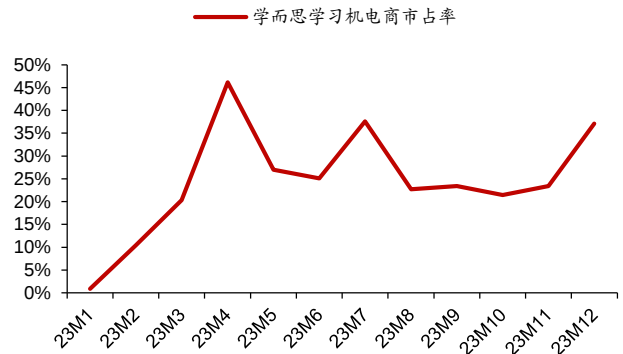
凭借自研内置内容优势和 MathGBT 融入，已跻身学习机赛道重要头部品牌。目前位居抖音学习机产品爆款榜单和人气榜单的双第一；并且于 2023 年 12 月 19 日学而思正式发布学习机新品 xPad2 Pro 系列，在硬件、AI 等方面进一步全面升级，期待新品后续销售表现。根据天猫、京东和抖音电商数据，学而思学习机 2023 年电商销售额预计达到 16 亿元，已跻身学习机赛道重要头部品牌。

图37: 学而思学习机电商销售额快速爬升



资料来源: 天猫, 京东, 抖音, 浙商证券研究所, 注: 电商销售额主要是天猫、京东和抖音的合计销售额, 统计结果可能和实际数据存在误差

图38: 学而思学习机已成为头部品牌



资料来源: 天猫, 京东, 抖音, 浙商证券研究所, 注: 电商销售额主要是天猫、京东和抖音的合计销售额, 统计结果可能和实际数据存在误差

3.1.2 探索订阅制付费, 利润率有优化空间

好未来目前学习机模式以卖断模式为主, 起量后规模效应带动利润率优化。根据我们的测算, 好未来学习机在年出货量 50 万台时有望实现现金口径的利润率打平, 与之对比的是新东方采取的租赁模式经营利润率估计可达 16%。比较看, 利润率差异主要在于研发成本和推广成本, 例如学而思学习机以内容为卖点, 投入较多资源形成差异化竞争优势, 发展初期亦投入较多的资源进行推广和发展。

图39: 学习机经营模式中租赁模式与卖断模式盈利能力比较

新东方			好未来		
模式	模式	说明	模式	模式	说明
	租赁+订阅模式为主	此处测算基于付费学生年度支出		卖断模式	一次性付费购买学习机
价格	单价 (元/台·科目·学期)	2,000	单价 (元/台)	4,699	以学而思xPad经典款价格为例
	扩科假设	1.5			
	续费率假设	65%			
	年化收入 (元/人次/台)	3,500			
	BOM成本 (元/台)	1,500		BOM成本 (元/台)	1,500
	研发成本 (元)	比较小		研发成本 (万元)	约100,000
	人工成本 (元/年/台)	1,440		人工成本	包含于研发费用
成本费用	生师比	100			后续预计团队规模将有限提升
	助教教师平均薪酬	12,000			
	假设 (元/月)				
	租金 (元)	暂不考虑		渠道费用 (元/台)	1,645
				渠道费用率	23%
					单台渠道费用=单价*渠道费用率
					根据调研, 初期不同渠道的费用率介于10-40%之间, 初期借助外部KOL渠道较多, 费用率接近40%, 假设24年渠道费用率23%
经营利润率	经营利润率	16%	年度出货量 (万台)	50	60
				70	80
			经营利润率 (现金口径)	0%	7%
				13%	17%

资料来源: 浙商证券研究所, 注: 以上测算主要是基于相应的假设数据, 与公司实际存在误差, 仅供参考

参考其他行业毛利率和净利率, 对比卖硬件和软件不同商业模式的区别。我们发现, 对于有道、读书郎等纯硬件的公司而言, 普遍存在行业竞争激烈 (缺乏产品的差异化), 盈利能力较为一般; 对于多邻国、金山办公等纯软件的公司而言, 在发展初期需要较大的研发投入来构建壁垒; 对于任天堂等软硬件结合的公司而言, 优质内容和系统叠加硬件, 有着较高的盈利能力和用户粘性。

1) 纯硬件的公司: 我们选取教育智能硬件设备行业中的有道、科大讯飞、读书郎、优学天下, 手机行业的小米, 小家电行业的小熊电器, 智能硬件设备毛利率普遍在 30%-40% 左右, 利润率普遍在 5%-10% 左右。

2) 纯软件的公司: 我们选取教育行业的 Duolingo 和软件服务行业的金山办公, 收入均主要来自付费订阅服务, 具有较高的毛利率 (70%-80%左右), 该模式初期仍需要较大的投入, 例如 Duolingo 对内容和 AI 研发等投入使得利润率承压 (22 年的研发费用率超过 40%); 成熟期规模摊薄费用投入, 有着优异的盈利能力 (金山办公利润率 30%左右)。

3) 软硬件结合的公司: 我们选取游戏行业的任天堂和手机行业的苹果作为代表性公司, 游戏主机行业普遍采取的商业模式是“剃须刀理论”, 即降低主机硬件甚至不惜亏损销售扩大玩家基数, 再推出游戏软件依靠“卖刀片”赚钱。任天堂在内容 IP 侧、苹果在 IOS 系统均有着差异化竞争力, 两家公司有着较高的毛利率 (40%-60%左右) 和利润率 (20%-30%左右)。

表6: 不同商业模式下公司盈利能力比较

模式	公司	毛利率					净利率				
		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
卖硬件	有道	33%	29%	34%	37%	39%	-29%	-46%	-55%	-26%	-15%
	科大讯飞		54%	54%	52%	49%	8%	9%	11%	9%	3%
	读书郎	20%	26%	27%	21%	22%	4%	10%	12%	10%	1%
	优学天下	34%	35%	37%			5%	5%	9%		
	小米	13%	14%	15%	18%	17%	8%	5%	8%	6%	1%
卖软件	小熊电器	33%	34%	32%	33%	36%	9%	10%	12%	8%	9%
	多邻国		71%	72%	72%	73%		-19%	-10%	-24%	-16%
	金山办公	87%	86%	88%	87%	85%	28%	25%	39%	33%	29%
软硬件结合	任天堂	42%	49%	55%	56%	55%	16%	20%	27%	28%	27%
	苹果	38%	38%	38%	42%	43%	22%	21%	21%	26%	25%

资料来源: wind, 浙商证券研究所注: 有道公司为智能硬件产品毛利率、科大讯飞为教育产品和服务毛利率, 其他公司为整体毛利率, 净利率均为整体公司利润率

我们认为, 探索付费订阅制模式, 有望打开学习机的发展潜力与空间。目前学而思摩比思维机采用的销售模式即为“硬件+软件”, 购买思维机后, 再购买不同内容的题卡进行学习使用, 可以提高用户粘性 (目前摩比思维机位居淘宝学习机行业回购榜前列), 打开市场空间 (语文/英语/思维不同内容题卡)。目前学习机是产品卖断制模式, 行业竞争激烈, 盈利能力承压; 好未来具备 20 年的教研能力沉淀, 且品牌口碑深入人心, 探索不同课程内容的付费订阅制模式, 或改善学习机的发展潜力与空间。

3.2 智能教辅: 内容资源沉淀, 打造交互式学习场景

课程的本质就是内容, 好未来依托教研资源拓展图书业务。学而思智能图书涵盖学前启蒙、学科辅导、知识素养、中英文阅读以及家庭教育六大领域近千种图书产品。好未来旗下摩比, 最早为线下思维馆, 系列图书上市至今, 销量已超 500 万册, 如《摩比爱数学》《摩比爱语文》《摩比爱识字》等。

秉承用科技赋能教育, 打造多元化的智能交互式学习场景。2022 年好未来的图书开创了新形式, 推出了一系列智能教辅, 如《学而思秘籍》、《周周学》、《思维创新大通关》等, 具体有以下特点: 1) 体系化的学习内容, 搭配详细的学习计划; 2) 视频资料辅助, 扫描二维码即可在线观看知识点分解; 3) 拍照自动批改、生成学情分析, 家长可以从终端看孩子的学习进展和情况。根据财报会, 智能教辅在 2023 财年 Q2 卖出了数十万册。

图40: 学而思秘籍等图书



资料来源: 多知网, 浙商证券研究所

图41: 学而思图书融合视频资料

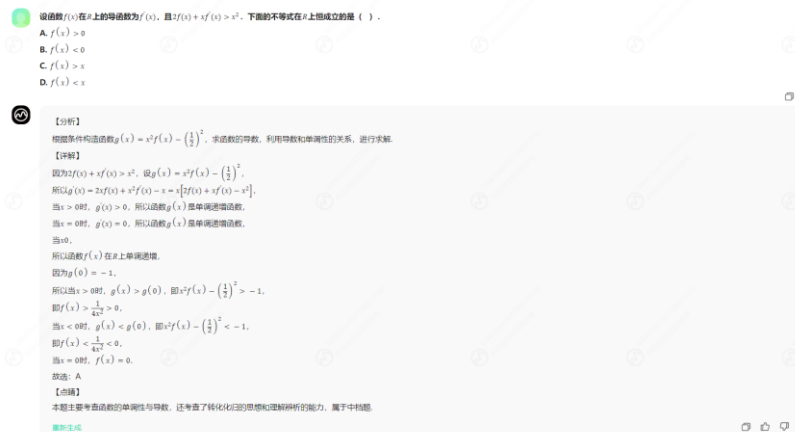


资料来源: 多知网, 浙商证券研究所

3.3 MathGBT: 国内首个数学大模型, 探索个性化教学

打造国内首个数学大模型。2023年8月, 在好未来20周年直播活动中, CTO 田密宣布好未来自研的数学领域千亿级大模型 MathGPT 正式上线并开启公测。MathGPT 官网显示, MathGPT 的数学计算能力已覆盖小学、初中、高中的数学题, 题目类型涵盖计算题、应用题、代数题等多个类型, 还可以针对题目进行追问。MathGPT 是面向全球数学爱好者和科研机构, 以解题和讲题算法为核心的数学垂直领域的大模型, 也是国内首个专为数学打造的大模型。

图42: 好未来旗下 MathGBT 解题案例



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

数学数据和技术沉淀, 技术较为领先。早在 2017 年, 好未来便成立了 AI lab 人工智能实验室。2019 年, 科技部批准依托好未来建设智慧教育国家新一代人工智能开放创新平台。好未来在数学的数据和业务上有 20 年的积累, 有大量的教育数据的积累和持续生产教育数据的能力。MathGPT 技术报告显示, 在 CEval-Math、AGIEval-Math、APE5K、CMMLU-Math、高考数学和 Math401 等 6 个公开数学评测集合的测试结果中, 好未来的 MathGPT 取得了多项测试的最高分数。

图43: 好未来旗下 MathGBT 的正确率较为领先

Model	CEval-Math	AGIEval-Math	APE5K	CMMLU-Math	GAOKAO-Math	Math401
GPT-4	54.1	39.2	-	-	-	83.5
ChatGPT	42.6	29.2	-	35.3	-	75.1
ChatGLM-6B	28.1	-	-	26.5	-	-
SenseChat	40.5	-	-	-	-	-
InternLM	43.9	22.2	-	-	-	-
Instruct-DLM	34.8	-	-	-	-	-
SageGPT	37.5	-	-	-	-	-
Baichuan-13B	36.2	-	-	-	-	-
Baichuan-6B	32.7	-	-	-	-	-
ChatGLM2-6B	32.4	-	-	-	-	-
ChatGLM2-12B	36.2	-	-	-	-	-
MathGPT-130B	58.0	60.34	69.6	57.5	65.8	82.0

Table 18: Accuracy performance of MathGPT-130B and other methods on the Chinese mathematics parts of the CEval-Math, AGIEval-Math, APE5K, CMMLU-Math, and GAOKAO-Math datasets. All results are reported as a percentage (%).

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

AI赋能下提高学习效率, 目前是答疑讲解等辅助功能率先落地。目前学而思学习机上线的功能包括“AI对话学”“AI讲题助手”“中英文写作助手”等等。未来“学生自学+AI答疑”或为新型学习方式, 学习者获得优质教学内容的门槛、成本降低, 获得的教学内容个性化、精细化程度持续升高, 可以实现千人千面的AI教学和答疑辅导。

图44: 好未来、科大讯飞、小度学习机目前AI功能的主要落地场景

核心技术	答疑讲解	作文批改	A辅助练习工具
学而思学习机 数学大模型MathGPT			
科大讯飞AI学习机 星火认知大模型			
小度智能学习平板 百度文心大模型			

资料来源: 淘宝旗舰店, 浙商证券研究所

4 技术解决方案: 拓展 B 端业务, 技术资源输出

好未来调整业务与组织结构, 寻找新的业务增长点与突破口。2018 年好未来成立 To B 事业部, 2019 年发布好未来 AI 开放平台, 正式将自身过去沉淀的教育科技与教研成果, 以产品和服务的形式输送给教育培训机构和公立学校, 开拓 To B 和 To G 两个新市场。2021 年好未来 To B 业务全面升级, 并推出新品牌“美校”(后更名为未来学校), 原有组织架构中的技术中台、数据中台与内容中台全部并入美校, 以美校为平台, 对外提供直播云、教研云、智学云三大核心服务。

图45: 好未来未来学校业务旗下直播云与教研云介绍



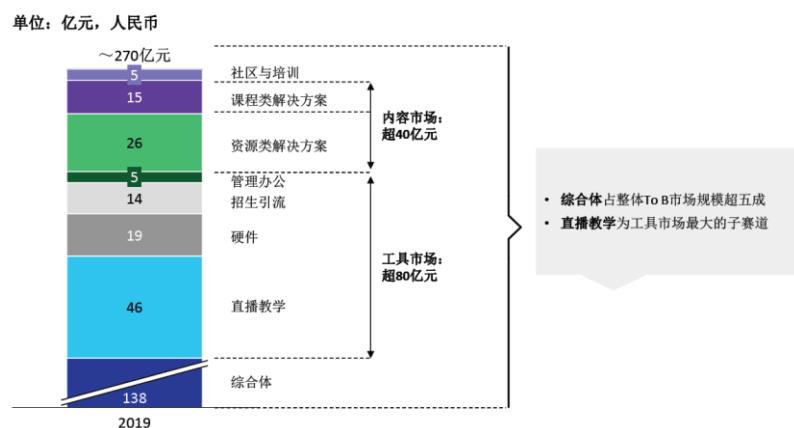
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

1) **直播云**: 教育机构可以通过直播云在线教育平台, 获取直播云标准版、直播云线上与线下融合 (OMO) 的小班版以及直播云在线互动大班版, 一站式满足自己的在线授课平台需求。2) **教研云**: 教育机构能通过教研云获取完整的线上与线下融合 (OMO) 的解决方案, 包括云盘管理、老师教研、题库搭建、线上线下授课、课后测评、教学数据可视化等系统支持。3) **智学云**: 陆续面向行业开放 170 余项 AI 能力, 以及互动测评、练习批改、内容生产和教学管理等方面的定制化 AI 解决方案, 覆盖“备、教、练、考、评、管”各个教学环节。

根据奥纬咨询测算, 2019 年 K-12 教育培训 To B 市场规模接近 270 亿元, 其中综合体市场占 52%, 主要来源为场地租金收入。其他细分市场中, 工具市场约占 31% (超 80 亿元), 内容市场约占 15% (超 40 亿元), 社区与培训市场约占 2%。

1) **教育 To B 工具市场**: 好未来基于自身 C 端的成功经验, 开发迭代上游 SaaS 工具; 2) **教育 To B 内容市场**: 好未来基于教培业务积淀的教研教学优势, 输出提供体系化内容资源及课程等。

图46: 2019 年教育培训 To B 行业市场规模接近 270 亿元



资料来源: 《2020 中国 K-12 教育培训 To B 市场发展报告》, 浙商证券研究所

图47： 教育 To B 工具市场梳理

细分市场及市场梳理			
1 细分市场	招生引流工具市场 直播教学工具市场 管理办公工具市场 应用硬件市场	2 市场规模	市场规模 市场容量 市场渗透率 2019 >80亿元 650亿元 13% 2025 >600亿元 1700亿元 37%
典型服务商类型			
技术基础	内容基础		
1 互联网类	2 教育SaaS类	3 教育综合类	4 智能硬件类
通过在线免费直播功能切入教育领域	专攻教育场景下的SaaS软件产品和服务	基于自身C端业务的成功经验开发迭代上游SaaS工具	具有过硬的电子显示屏等硬件实力，提供硬件+软件服务
腾讯课堂 钉钉	小鹅通 Classin	TAL好未来 网易云	CVTE 视源股份 鸿合科技
典型商业模式			
1 订阅制收费模式	2 计价收费模式	3 免费+增值收费模式	4 硬件收费模式
以年/季度/月份为单位向校外培训机构收取固定工具使用费用	学生单小时收费模式	基本工具免费，增值服务收费	一次性收取购买硬件费用或硬件+配套软件服务费用
核心竞争要素			
技术积累下的运营稳定性	数研行业市场化能力	平台自带的流量优势	

资料来源：中国教育科学研究院、好未来集团、晨鸣咨询编制

资料来源：《2020 中国 K-12 教育培训 To B 市场发展报告》，浙商证券研究所

图48： 教育 To B 内容市场梳理

市场梳理及服务形态			
1 细分市场	市场规模 市场容量 市场渗透率	2 服务形态	
整体	41亿元 986亿元 4%	资源类解决方案：学生用教辅教材、知识点讲解视频、智能题库以及老师用备课资源包等	
资源类解决方案	26亿元 538亿元 5%	课程类解决方案：直播双师课堂、AI课堂、直播外教课、录播视频课堂等	
课程类解决方案	15亿元 447亿元 3%	定制化解决方案：全套定制化教材、定制化教学计划、定制化教学内会等	
典型服务商类型			
技术基础	内容基础		
1 资源库类	2 英语服务类	3 校长社区类	4 教育综合类
凭借先发优势建立起的海量资源库优势，主要输出资源库、试题资源库等	深耕英语领域，主要输出外教资源，在境外教课程及外教双师整体解决方案	将校长池流量资源转化为To B内容合作机构，主要输出保障整体解决方案	基于To C数研业务积累的教研教学经验，输出提供体系化内容资源及课程
学科网 菁优网	点读笔 新东方	力唐教育 COTIS 创思	东南康达 爱学习
典型商业模式			
1 资源类解决方案	2 课程类解决方案	3 定制化解决方案	
收费模式：学生用纸质教辅教材费、学生用线上课包费、教师用线上资源账号费、软件系统费、配套培训服务费	收费模式：学生课时费、配套学生用纸质教辅教材费、配套线下教学硬件设备费、软件系统费、配套培训服务费	收费模式：按课标的定制化程度深浅及涉及品类收取前期定制开发费	
核心竞争要素			
1 数研实力	2 科技实力		
To B内容服务提供需要基于数研实力这一核心竞争要素打造完善的内容体系和标准化的产品体系	To B内容服务提供需要基于科技实力这一核心竞争要素驱动产品形态和教学模式的不断创新		

资料来源：中国教育科学研究院、好未来集团、晨鸣咨询编制

资料来源：《2020 中国 K-12 教育培训 To B 市场发展报告》，浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

收入预测：好未来作为教育行业龙头，重整旗鼓、积极转型，素养教育、海外培训、学习机等新业务逐渐成为增长驱动力，我们预计好未来 FY2024-FY2026 年营业收入分别达到 14.49/19.79/24.52 亿美元，对应增速分别达到+42%/+37%/+24%，分业务预测如下：

表7： 好未来收入预测：FY2023-FY2026CAGR=34%（百万美元）

	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	1,020	1,449	1,979	2,452
yoy		42%	37%	24%
学习服务	752	1,031	1,353	1,698
yoy		37%	31%	25%
其中：素养教育	451	615	801	1004
yoy		36%	30%	25%
其中：高中业务	255	265	289	312
yoy		4%	9%	8%
其中：国际教育	46	150	263	381
yoy		224%	75%	45%
内容解决方案	138	418	626	754
yoy		203%	50%	20%
其中：教辅	138	159	180	200
yoy		15%	13%	11%
其中：学习机		259	446	554
yoy			72%	24%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

学习服务: 1) **素养教育:** 线下学而思培优+线上学而思网校同步转型发展, 率先转型摸索出素养课程体系, 受益于供给出清和需求韧性, 政策清晰下稳步推进网点扩张, 我们预计素养教育 FY2024-FY2026 收入分别同比+36%/+30%/+25%; 2) **国际教育:** 教育出海潜力较大, 差异化切入数学赛道(更标准、面向群体更多), 低基数下有望保持较快增长, 我们预计国际教育 FY2024-FY2026 收入分别同比+224%/+75%/+45%。

内容解决方案: 1) **学习机:** 好未来凭借内容优势, 迅速崛起跻身行业头部, 新产品推出叠加渠道开拓, 我们预计学习机 FY2025-FY2026 收入分别同比+72%/+24%; 2) **教辅:** 不断完善出版内容产品, 整体稳健增长, 我们预计教辅 FY2024-FY2026 收入分别同比+15%/+13%/+11%。

利润预测: 伴随素养教育等新业务逐渐跑通, 经营杠杆逐渐显现, 预计 FY2024-FY2026 毛利率略有提升, 分别达到 56.3%/56.2%/56.9%; 新业务发展初期需要一定投入, 伴随业务趋于成熟, 规模效应摊薄销售费用率和管理费用率。综上, 预计好未来 FY2024-FY2026 Non-GAAP 经营利润分别达到 4.3/136.2/258.8 百万美元, 对应 Non-GAAP 经营利润率分别达到 0.3%/6.9%/10.6%; 预计好未来 FY2024-FY2026 Non-GAAP 归母净利润分别达到 67.5/175.8/280.2 百万美元, 对应 Non-GAAP 归母净利润率分别达到 4.7%/8.9%/11.4%。

表8: 好未来利润预测: 盈利能力不断修复(百万美元)

	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
毛利率	57.2%	56.3%	56.2%	56.9%
其中: 学习服务业务	60.8%	62.6%	63.3%	63.5%
其中: 内容解决方案	44.0%	41.0%	41.0%	42.0%
销售费用率	27.8%	30.7%	27.4%	26.0%
管理费用率	40.6%	31.6%	26.6%	24.1%
Non-GAAP 经营利润	17.8	4.3	136.2	258.8
Non-GAAP 经营利润率	1.7%	0.3%	6.9%	10.6%
Non-GAAP 归母利润	-27.0	67.5	175.8	280.2
Non-GAAP 归母利润率	-2.7%	4.7%	8.9%	11.4%

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

5.2 估值分析

纵向视角: 复盘好未来历史数据发现, 好未来 FY2010-FY2021 营业收入 CAGR 高达 46%, 其中学习中心网点数 CAGR 达到 23%, 优异业绩得到不断验证, 市场所给予的估值体系也在抬升, PS 估值体系下从 FY2011-FY2018 的 3x-6x 左右的估值区间抬升至 FY2019-FY2021 的 5x-10x 左右的估值区间; PE 估值体系下亦有明显的抬升。教培市场刚需属性凸显, 好未来凭借优质口碑和标准化体系, 高增速下市场给予更高估值。

横向视角: 我们选取 K12 教育行业新东方、学大教育、高途集团、有道作为可比公司, 2024-2025 年平均 PE 分别为 63.1x/32.8x, 平均 PS 分别为 2.4x 和 1.9x, 目前好未来对应估值水平高于行业平均。好未来过往高增长已经验证其能力(FY2010-FY2021 营业收入 CAGR 高达 46%), 目前线下网点数具备较大的开拓空间, 我们认为应当从成长性角度看待好未来的估值体系。从 2025 年(对应好未来 2025 财年) PEG 和 PSG 看, 行业平均分别为 0.56x 和 0.08x, 好未来为 0.26x 和 0.1x, PEG 低于行业平均。

图49： 好未来和新东方历史估值数据

万美元	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
好未来营业收入	6,959	11,059	17,752	22,593	31,390	43,397	61,995	104,310	171,502	256,298	327,331	449,576	439,091	101,977
YOY		59%	61%	27%	39%	38%	43%	68%	64%	49%	28%	37%	-2%	-77%
学习中心-右	109	132	270	255	274	289	363	507	594	676	871	1098	100	170
YOY		21%	105%	-6%	7%	5%	26%	40%	17%	14%	29%	26%	-91%	70%
Non-GAAP归母净利润		2783	3221	4172	6895	8560	12873	15090	24559	44451	775	8896	-96128	2704.1
YOY		16%	30%	65%	24%	50%	17%	63%	81%	-98%	1048%	-1181%	-103%	
区间最高市值对应PS		12.1	5.6	4.1	6.4	6.4	6.5	6.8	11.2	10.1	10.7	11.7	11.5	6.4
区间最低市值对应PS		7.1	3.7	2.5	2.1	3.7	3.7	3.7	4.1	4.8	5.6	6.3	0.4	1.2
区间最高市值对应PE		48.2	30.8	22.0	29.0	32.6	31.2	46.7	78.1	58.2	4514.5	589.8	-52.6	241.9
区间最低市值对应PE		28.1	20.5	13.6	9.7	18.6	18.0	25.7	29.0	27.4	2365.7	316.8	-1.6	45.8
万美元	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
新东方营业收入	38,631	55,787	77,172	95,985	113,889	124,677	147,835	179,951	244,743	309,649	357,868	427,654	310,525	299,776
YOY		44%	38%	24%	19%	9%	19%	22%	36%	27%	16%	20%	-27%	-3%
学习中心	367	487	664	726	703	724	814	932	1081	1254	1465	1696	744	748
YOY		33%	36%	9%	-3%	3%	12%	14%	16%	16%	17%	16%	-56%	1%
Non-GAAP归母净利润	8831	11255	15681	16351	23578	20870	24169	29474	35357	41108	48416	38903	-104624	25891
YOY		27%	39%	4%	44%	-11%	16%	22%	20%	16%	18%	-20%	-369%	-125%
区间最高市值对应PS		8.8	6.7	4.5	4.5	3.4	4.5	6.6	6.5	5.4	6.2	7.9	5.9	2.5
区间最低市值对应PS		6.2	4.6	1.6	2.8	2.3	2.1	3.7	4.5	2.6	3.8	4.3	0.5	0.8
区间最高市值对应PE		43.2	33.1	26.5	21.9	20.4	27.5	40.5	44.8	40.9	46.1	86.7	-17.6	29.3
区间最低市值对应PE		25.6	30.6	22.8	9.2	13.5	13.9	22.4	31.4	19.5	27.9	47.4	-1.4	8.9

资料来源：wind，浙商证券研究所

好未来作为国内教育培训行业的龙头企业，“双减”后率先发展素养教育业务，依托原有教学和技术资源沉淀，拓展学习机、大模型、技术解决方案、智能教辅等业务。素养教育业务已逐渐跑通，学习机有望成为新的增长曲线，口碑驱动+标准化体系+重视技术变革，好未来有望继续引领新一轮行业周期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9： 可比公司估值

代码	可比公司	单位	市值(亿)	收入预测（亿）			PS	PSG	利润预测（亿）			PE	PEG		
				23A	24E	25E	24E	25E	25E	23A	24E	25E	24E	25E	25E
9901.HK	新东方-S	美元	155	30.0	41.3	50.9	3.7	3.0	0.13	2.6	4.8	6.6	32.1	23.3	0.62
000526.SZ	学大教育	人民币	71	22.7	27.4	32.6	2.6	2.2	0.12	1.5	2.2	2.9	32.5	24.4	0.73
GOTU.N	高途集团	人民币	125	29.6	44.0	60.8	2.8	2.1	0.05	0.5	1.0	2.5	124.6	50.8	0.35
DAO.N	有道	人民币	34	53.9	61.6	70.1	0.5	0.5	0.03	-4.8	-1.0	1.2	NA	29.2	NA
	平均值						2.4	1.9	0.08				63.1	32.8	0.56
TAL.N	好未来	美元	72	10.2	14.5	19.8	5.0	3.6	0.10	-0.3	0.7	1.8	107.1	41.1	0.26

资料来源：浙商证券研究所，注：市值时间采用 2024 年 3 月 25 日，新东方、高途和有道采用彭博一致预期，学大教育采用 wind 一致预期，新东方/好未来/高途/有道为 Non-GAAP 归母净利润，新东方和好未来 24 年对应其 24 财年数据

6 风险提示

- 1) 新业务开展不及预期：公司非学科培训、学习机等都属于新业务，开展需大规模前期投入，资金、人力等不可控因素较多，新业务开展速度或不及预期。
- 2) 行业竞争加剧：非学科市场目前发展较快，众多教培企业转型发展，随着行业参与者增加，整体行业竞争加剧。
- 3) 学习机市场竞争加剧：目前学习机主要采取产品卖断模式，行业竞争较为激烈，初期覆盖核心群体后，可能会面临一定增长瓶颈。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
流动资产	3468	3525	3848	4313
现金	2022	1958	2133	2466
应收账款	110	157	214	265
预付及其他流动资产	1336	1411	1502	1581
非流动资产	1256	1248	1285	1247
长期投资	66	66	66	66
固定资产	289	420	456	419
无形资产	149	149	149	149
其他	752	613	613	613
资产总计	4724	4774	5133	5560
流动负债	784	815	1113	1377
应付款项	60	87	119	145
应交税金	58	44	60	75
交易性金融负债	0	0	0	0
借贷到期部分	0	0	0	0
其他	665	684	934	1156
非流动负债	120	184	184	184
负债合计	903	999	1297	1560
归属母公司股东权益	3845	3799	3860	4024
少数股东权益	(24)	(24)	(24)	(24)
负债和股东权益	4724	4774	5133	5560

利润表

(百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	1020	1449	1979	2452
营业成本	436	633	866	1057
毛利	583	817	1113	1395
其他收入	0	0	0	0
销售费用	283	445	542	636
管理费用	414	458	526	591
研发费用	0	0	0	0
营业利润	(113)	(87)	45	168
利息收入	62	35	33	36
利息支出	0	0	0	0
权益性投资损益	(2)	0	0	0
其他非经营性损益	(90)	0	0	0
其他	32	0	0	0
除税前利润	(112)	(52)	78	204
所得税	20	(10)	14	37
净利润	(132)	(43)	64	167
少数股东损益	4	0	0	0
归属母公司净利润	(136)	(43)	64	167

主要财务比率

	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
成长能力				
营业收入	-76.8%	42.1%	36.6%	23.9%
营业利润	12.9%	23.4%	151.8%	272.8%
归属母公司净利润	88.1%	68.5%	250.1%	160.2%
获利能力				
毛利率	57.2%	56.3%	56.2%	56.9%
净利率	-13.3%	-2.9%	3.2%	6.8%
ROE	-3.5%	-1.1%	1.7%	4.1%
偿债能力				
资产负债率	19.1%	20.9%	25.3%	28.1%
流动比率	4.42	4.33	3.46	3.13
速动比率	2.72	2.59	2.11	1.98
营运能力				
应收账款周转天数	39.91	33.14	33.70	35.15
存货周转天数	25.09	27.18	27.84	29.28
每股指标(美元)				
每股收益	-0.64	-0.20	0.30	0.79
每股经营现金流	0.03	-0.25	1.47	1.87
每股营业收入	4.80	6.83	9.32	11.55
每股净资产	18.11	17.89	18.18	18.95
估值比率				
P/S	4.39	4.98	3.65	2.95
P/E	-33.02	-169.04	112.59	43.28
EV/EBITDA	-34.46	-653.31	35.76	17.95

现金流量表

(百万美元)	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动现金流	7	(54)	311	397
净利润	(136)	(43)	64	167
折旧摊销	41	79	97	97
营运资金变动	(73)	(90)	150	133
其它	175	0	0	0
投资活动现金流	(302)	(7)	(133)	(60)
资本支出	(110)	(210)	(133)	(60)
长期投资	(203)	0	0	0
其他	11	203	0	0
筹资活动现金流	(66)	0	0	0
银行借款	0	0	0	0
股本增加	(66)	0	0	0
支付的利息和股利	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
现金净增加额	(387)	(64)	175	334

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于基准指数（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数）的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于基准指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于基准指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于基准指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于基准指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于基准指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于基准指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于基准指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>